



Le 17 août 2026

Envoyé par courriel :

À toutes les autorités canadiennes en valeurs mobilières :

British Columbia Securities Commission
Alberta Securities Commission
Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Autorité des marchés financiers
Commission des services financiers et des services aux consommateurs du Nouveau-Brunswick
Superintendent of Securities, Department of Justice and Public Safety, Île-du-Prince-Édouard
Nova Scotia Securities Commission
Office of the Superintendent of Securities, Service NL, Terre-Neuve-et-Labrador
Bureau du surintendant des valeurs mobilières des Territoires du Nord-Ouest
Bureau du surintendant des valeurs mobilières du Yukon
Surintendant des valeurs mobilières, Nunavut

et à :

M^e Philippe Lebel
Secrétaire et directeur général des affaires juridiques
Autorité des marchés financiers
Place de la Cité, tour PwC
2640, boulevard Laurier, bureau 400
Québec (Québec) G1V 5C1
Télec. : 514 864-8381
Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Objet : Avis de consultation et demande de commentaires – Projets de modification visant les régimes de déclaration en lien avec les offres publiques de rachat et d'achat et la propriété véritable

Mesdames, Messieurs,

McCarthy Tétrault S.E.N.C.R.L., s.r.l. (**nous, notre** ou **McCarthy**) est ravi de l'occasion qui lui est offerte de communiquer ses commentaires sur l'*Avis de consultation des ACVM – Projets de modification visant les régimes de déclaration en lien avec les offres publiques de rachat et d'achat et la propriété véritable*, publié le 14 mai 2026 (l'**Avis**). Dans l'Avis, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les **ACVM**) ont sollicité des commentaires sur des propositions de modification du **Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue** (le **Règlement 51-102**), du **Règlement 62-103 sur le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initiés** (le **Règlement 62-103**) ainsi que du **Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat** (le **Règlement 62-104**)

(collectivement, les **Projets de modification des règlements**), et des propositions de modification de l'*Instruction générale relative au Règlement 51-102 sur les obligations d'information* continue (l'**IG 51-102**) et de l'*Instruction générale 62-203 relative aux offres publiques d'achat et de rachat* (l'**IG 62-203**) (les **Projets de modification des instructions générales**, et collectivement, les **Propositions** et, individuellement, une **Proposition**). Même si nous sommes conscients que nos commentaires sont soumis légèrement après la date limite demandée du 12 août 2026, nous comprenons également, d'après les discussions que nous avons eues avec la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, mentionnées ci-après, que les ACVM ont accueilli favorablement et qu'elles accepteraient des commentaires qui n'auraient pas pu être communiqués avant la date limite demandée, et en tiendraient dûment compte.

Comme le font observer les ACVM dans l'Avis, les commentaires reçus sont publiés et ne peuvent pas être tenus confidentiels; en conséquence, le présent document mentionne le nom de notre cabinet pour le compte duquel nous le soumettons et ne comprend aucun renseignement personnel qui n'est pas destiné à être rendu public. Les commentaires énoncés aux présentes ne reflètent pas les opinions individuelles ou personnelles d'un membre particulier du cabinet, mais constituent plutôt des observations générales formulées en fonction des intérêts et des objectifs de nos clients, qui sont variés. Les déclarations contenues dans le présent document se limitent à des commentaires sur les Propositions et ne doivent pas être utilisées par un membre de McCarthy Tétrault à d'autres fins, ni attribuées à un tel membre.

Les termes et expressions commençant par une majuscule utilisés dans la présente lettre sans y être autrement définis ont le sens qui leur est respectivement attribué dans l'Avis. Nos commentaires sont présentés selon l'ordre des titres et sous-titres figurant dans l'Avis. Dans la plupart des cas, nous n'avons pas cherché à répondre aux nombreuses questions précises soulevées dans l'Avis; nos commentaires sont plutôt de nature générale et portent sur les principaux domaines et enjeux que nous avons relevés dans les Propositions et qui, selon nous, méritent un examen plus approfondi et/ou un réexamen. De plus, nos commentaires vont dans le sens des observations que nous avons transmises aux représentants du Service des Fusions et acquisitions de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, qui se sont rendus au bureau de McCarthy à Toronto le 22 juillet 2026 afin de présenter les Propositions aux membres de nos groupes de pratique nationaux spécialisés en fusions et acquisitions (**F&A**) et en droit des affaires, et d'en discuter avec eux.

I) À propos de McCarthy Tétrault

McCarthy Tétrault est le plus important cabinet d'avocats multidisciplinaire canadien qui offre une gamme complète de solutions stratégiques, juridiques et d'affaires à ses clients canadiens et internationaux, y compris des entreprises ouvertes et fermées de toute sorte, des conseils d'administration, des comités du conseil, des dirigeants, des salariés, des investisseurs, des conseillers, des particuliers et un large éventail d'autres participants aux marchés et intervenants de divers secteurs et industries. Le cabinet emploie plus de 800 avocat(e)s qui fournissent des services intégrés en droit des affaires, en litige, en droit fiscal, en droit immobilier et en droit du travail et de l'emploi depuis ses bureaux situés dans les principaux centres d'affaires du Canada – Vancouver, Calgary, Toronto, Montréal et Québec – ainsi qu'à New York, aux États-Unis, et à Londres, au Royaume-Uni.

Nos clients sont toujours notre plus grande priorité. Nos connaissances sectorielles et notre plateforme collaborative couvrant les plus importants secteurs et industries au Canada et en Amérique du Nord plus généralement, nous permettent de leur procurer un avantage concurrentiel et de le maintenir. Chez McCarthy Tétrault, nous sommes fiers de notre tradition

d'excellence qui façonne le domaine des affaires et le paysage juridique au Canada. Nous collaborons régulièrement avec les autorités de réglementation canadiennes et apportons notre contribution au milieu des affaires en tant que leaders d'opinion, formateurs et représentants au sein de conseils d'administration et d'organismes sectoriels. Plusieurs de nos associés ont participé ou participent actuellement à diverses initiatives et comités des autorités canadiennes en valeurs mobilières, notamment en tant que membres actuels ou anciens de comités consultatifs, de comités chargés de la communication de l'information, de comités des marchés des capitaux et d'autres comités.

II) Introduction et aperçu

Nous appuyons l'objectif global des ACVM de moderniser les régimes de déclaration en lien avec les offres publiques de rachat et d'achat et la propriété véritable afin de refléter les pratiques actuelles du marché, de fournir des clarifications et des indications, et d'accroître la transparence. À notre avis, de nombreux aspects des Propositions sont mûrement réfléchis, bien équilibrés et tiennent compte de nombreuses préoccupations soulevées au fil du temps par les participants aux marchés et les conseillers. Par ailleurs, parce que ces régimes s'inscrivent dans des contextes transactionnels en constante évolution et sujets à contestation, les règles et indications définitives devraient accorder une importance particulière à l'aspect pratique, à la facilité d'application et à des normes objectives qui correspondent aux exigences actuelles de la législation en valeurs mobilières et qui puissent être appliquées de manière cohérente et en temps réel par les participants au marché et leurs conseillers. Lorsque les normes sont trop subjectives, difficiles à appliquer *a priori* ou contraires aux normes bien établies du marché, elles risquent d'engendrer de l'incertitude et un fardeau excessif, d'entraîner des résultats inégaux en matière de conformité et d'offrir des possibilités tactiques d'utilisation ou d'abus dans le cadre de différends, qui sont disproportionnées par rapport à tout avantage politique potentiel correspondant. En ce qui concerne les propositions particulières abordées ci-après, nous invitons donc les ACVM à préciser certaines formulations ou, dans certains cas, à ne pas donner suite à une modification ou indication proposée, afin que les obligations qui en découlent soient claires, applicables sur le plan opérationnel et moins susceptibles de donner lieu à des abus stratégiques ou à des malentendus, tout en continuant à faire progresser les objectifs généraux des ACVM en matière de transparence et de protection des investisseurs.

Nous estimons, avec égards, que les modifications définitives devraient s'inspirer de quatre principes de mise en œuvre. Premièrement, lorsqu'une règle est destinée à servir de véritable seuil ou critère de conformité applicable en temps réel, ce seuil ou critère doit être objectif et pouvoir être appliqué sans qu'on ait besoin de recourir à une analyse rétrospective. Deuxièmement, lorsque la communication d'une information est requise dans le cadre de ce qui est perçu comme des démarches visant à obtenir le contrôle ou une influence, cette obligation devrait s'appliquer aux cas réels de contrôle ou d'influence et être calibrée de manière à produire des renseignements qui sont réellement importants pour les porteurs de titres et conformes aux principes bien établis qui sous-tendent les lois sur les valeurs mobilières. Troisièmement, lorsque les ACVM entendent codifier une dispense discrétionnaire ou une pratique existante du marché, la règle qui en découle devrait préserver l'utilité pratique de cette dispense et ne devrait pas être formulée de manière si restrictive que les participants au marché continuent de devoir solliciter des dispenses au cas par cas. Enfin, en ce qui concerne l'ensemble des Projets de modification des règlements, nous estimons que ceux-ci devraient continuer de mettre l'accent sur la promotion de la mission et des objectifs fondamentaux des autorités canadiennes en valeurs mobilières, c'est-à-dire se concentrer sur des modifications qui établissent un juste équilibre entre les objectifs suivants : favoriser des marchés des capitaux équitables, dynamiques et efficaces; réduire les menaces réelles (et non théoriques) pesant sur l'intégrité du marché et renforcer la

confiance du public; protéger les investisseurs contre les pratiques de marché déloyales, inappropriées ou frauduleuses; mettre en place des conditions propices à la formation de capital et à la croissance des entreprises; contribuer à la stabilité du système financier canadien et à la réduction du risque systémique; et ce, tout en favorisant l'harmonisation des règles et des politiques dans les 13 provinces et territoires et en tenant compte des règles et des pratiques (le cas échéant) en vigueur sur d'autres marchés concurrents, y compris toute règle correspondante aux États-Unis.

III) Nouvelle dispense pour rachats sélectifs

a) Commentaires généraux

Nous appuyons fermement la décision des ACVM de codifier une dispense pour les rachats sélectifs effectués par les émetteurs. Par le passé, les émetteurs ont cherché et obtenu des dispenses à l'égard de rachats négociés dans des cas où les préoccupations sous-jacentes au régime des offres publiques de rachat formelles pouvaient être adéquatement prises en compte au moyen de conditions ciblées. En ce sens, la Proposition tient compte, à juste titre, d'une pratique bien établie sur le marché et d'un précédent réglementaire en matière de rachats sélectifs effectués par les émetteurs. Une dispense codifiée devrait permettre aux émetteurs de procéder à des rachats efficaces de positions plus importantes dans les cas où cela peut être avantageux pour l'émetteur et ses porteurs de titres, comme le détermine le conseil d'administration de l'émetteur, sans qu'il soit nécessaire de recourir à un processus complet et formel d'offre publique de rachat ni de présenter des demandes de dispense qui pourraient retarder indûment ou empêcher des opérations légitimes et avantageuses, ou qui pourraient s'avérer disproportionnées ou inutiles dans les circonstances. De manière plus générale, l'utilité pratique de cette dispense dépendra de la mesure dans laquelle ses conditions seront adaptées de façon à refléter la manière dont ces opérations sont structurées et exécutées dans la pratique, conformément aux ordonnances de dispense accordées par le passé pour faciliter les rachats d'actions par les émetteurs. À notre avis, certaines améliorations à la Dispense pour rachats sélectifs proposée s'imposent afin d'optimiser l'utilité de cette dispense, sans pour autant en élargir indûment la portée au risque qu'elle fasse l'objet d'abus, tout en respectant dûment l'autorité des conseils d'administration des émetteurs.

i) Justification de la politique

À notre avis, le fondement politique de la Dispense pour rachats sélectifs est solide et étayé par une longue série d'ordonnances de dispense qui ont été accordées au fil des décennies. Un mécanisme de rachat sélectif peut améliorer l'affectation des capitaux et la souplesse en matière de liquidité, faciliter l'acquisition ordonnée de blocs de titres plus importants qui ne pourraient pas être absorbés de manière pratique dans le cadre d'achats courants sur le marché, et réduire les coûts des opérations ainsi que les contraintes de calendrier par rapport à une offre publique de rachat formelle. Il peut également constituer un outil supplémentaire pour les émetteurs lorsqu'un rachat négocié s'avère un moyen plus efficace de remédier à un excédent d'actions en circulation ou d'atteindre un autre objectif lié aux marchés des capitaux, par exemple dans le cadre d'une opération plus large ou à l'issue d'une procédure de règlement. À notre avis, ces avantages sont réels, mais ils se concrétisent davantage lorsque la dispense repose sur des conditions suffisamment larges et objectives pour protéger les porteurs de titres non participants sans rendre la dispense trop rigide pour être utilisée dans des cas légitimes.

ii) Limite applicable aux rachats sélectifs

La limite de 5 % proposée dans le cadre de la Dispense pour rachats sélectifs semble trop basse pour atteindre l'objectif déclaré des ACVM qui consiste à renforcer la compétitivité des marchés

des capitaux canadiens, à offrir une plus grande souplesse aux émetteurs, à accroître l'attrait des placements canadiens et à alléger le fardeau réglementaire. Une limite de 5 % pourrait convenir dans le cas d'une offre excédentaire modeste, mais elle pourrait s'avérer insuffisante pour résoudre le problème de liquidité des détenteurs de blocs qui est à l'origine de la Proposition. Par conséquent, nous recommandons que les ACVM envisagent soit de porter la limite à 10 % (ce qui permettrait une meilleure harmonisation avec d'autres critères d'application de l'obligation d'information et mesures de protection des porteurs de titres minoritaires liés aux opérations d'initiés en vertu des lois sur les valeurs mobilières applicables), soit d'adopter une formulation plus souple, telle qu'une limite de 5 % assortie d'une limite plus élevée dans les cas où l'émetteur satisfait à des conditions renforcées en matière de liquidité et/ou de déclaration, ou a peut-être mis en place des mécanismes de protection supplémentaires, tels que l'approbation des actionnaires, des évaluations formelles et/ou des processus de comités indépendants, y compris lorsque les rachats font intervenir des initiés. Nous comprenons que le *Règlement 61-101 sur les mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières* pourrait ne pas répondre à toutes les préoccupations des ACVM dans la mesure où des initiés participent à des rachats, compte tenu des dispenses prévues lorsque la juste valeur marchande de la contrepartie de l'opération ne dépasse pas 25 % de la capitalisation boursière de l'émetteur. Toutefois, il pourrait être utile pour les participants aux marchés des capitaux que les attentes des ACVM dans ces circonstances soient codifiées de manière générale, afin d'éviter les retards et les incertitudes liés à l'examen des demandes de dispense discrétionnaires.

De plus, bien que nous comprenions les préoccupations des ACVM en matière de « chantage financier » (*greenmail*) et d'égalité de traitement des actionnaires dans le cadre de la Dispense pour rachats sélectifs, nous ne croyons pas qu'une telle dispense crée un risque significatif de chantage financier, et nous estimons que ces préoccupations sont adéquatement prises en compte par l'exigence proposée liée à la décote, la condition relative à l'absence d'information importante non communiquée, l'exigence d'un marché liquide et la communication rapide de l'information, ainsi que par d'autres mécanismes de protection, plutôt que par le recours à une limite de 5 % indûment restrictive, comme nous l'exposons ci-après.

- Le véritable activisme actionnarial n'a pas pour objectif le chantage financier (*greenmail*). Le principe sous-jacent à la préoccupation liée au chantage financier semble être qu'un investisseur activiste pourrait accumuler un bloc de titres, non pour créer de la valeur, mais comme tactique, dans l'espoir que le simple fait de l'investissement fasse bouger le cours du marché, et que l'émetteur puisse alors être contraint de racheter ce bloc à un prix majoré, simplement pour se débarrasser de l'activiste. Cette prémisse ne reflète pas la manière dont l'activisme actionnarial fonctionne réellement en pratique, et elle ne devrait pas orienter la conception du régime des offres publiques de rachat. L'activisme est reconnu par les autorités en valeurs mobilières comme une catégorie d'actifs légitime et, en fait, comme un élément bénéfique pour les marchés. Les investisseurs activistes consacrent généralement beaucoup de temps, de capitaux et de ressources à l'analyse d'une société cible avant de prendre une position; ils examinent les pratiques de gouvernance, les décisions d'affectation des capitaux, la structure du bilan ainsi que le rendement d'exploitation ou stratégique afin de repérer les lacunes qui ont entraîné une perte de valeur démontrable. Une fois ces lacunes repérées, les activistes cherchent généralement à créer de la valeur en faisant pression pour obtenir des changements au sein du conseil d'administration ou des changements en matière d'affectation des capitaux, de gestion du bilan ou d'orientation stratégique, le tout à leurs propres frais, qui ne sont pas négligeables, dans le but d'améliorer la valeur de l'émetteur à moyen et à long terme. Si et lorsque cette valeur est créée, elle revient à tous les porteurs de titres *au prorata*, même si l'activiste est le seul à assumer la charge et les coûts liés à la recherche, à la mobilisation et à la campagne. D'après notre expérience, un actionnaire

activiste ne s'expose pas à des risques importants en matière de capitaux et de réputation, ni de risques de responsabilité envers ses investisseurs, dans l'espoir spéculatif qu'un conseil d'administration, confronté à une hausse potentielle du cours de l'action attribuable à l'anticipation par le marché de l'intervention de l'activiste, se sente obligé, dans le cadre de l'exercice supposé de ses obligations fiduciaires, de racheter la position de l'activiste simplement pour se débarrasser de lui. Tout rendement marginal (le cas échéant) pouvant découler d'un tel scénario serait minime par rapport au capital, à l'horizon temporel et aux risques assumés par l'actionnaire activiste, et ne constitue pas un facteur réaliste dans la prise de décision de ce dernier en matière d'investissement.

- Les conditions proposées à la dispense excluent déjà une dynamique liée au chantage financier (*greenmail*). Les conditions particulières liées à la Dispense pour rachats sélectifs, telles qu'elles sont proposées, sont elles-mêmes largement incompatibles avec un scénario de chantage financier. Dans le cadre d'une opération classique de chantage financier, un émetteur paie une prime au-dessus du cours du marché pour éliminer un porteur de titres indésirable. La Dispense pour rachats sélectifs exige plutôt que la valeur de la contrepartie versée pour tous les titres rachetés, y compris les courtages ou les commissions, doive être inférieure au cours de clôture de la catégorie de titres visée par l'offre sur le marché sur lequel elle est principalement négociée à la date de l'offre. Une exigence de décote structurelle est le contraire de la prime qui caractérise le chantage financier et sa présence dans la dispense atténue la préoccupation soulevée. Les autres conditions de la dispense renforcent cette conclusion. L'exigence qu'un marché liquide existe pour la catégorie de titres, déterminée conformément à l'article 1.12 proposé du Règlement 62-104, permet aux porteurs de titres ne participant pas à l'offre de céder leurs titres sur le marché plutôt que d'être désavantagés par une opération sélective. Une limite globale de rachat (que nous recommandons encore une fois de faire passer de 5 % à 10 %) sur toute période de 12 mois, combinée à une restriction de 5 personnes maximum et de 5 opérations maximum au cours de cette période, est expressément conçue pour empêcher un émetteur de conclure une entente de rachat continue de facto avec un porteur de titres en particulier. L'obligation de publier et de déposer un communiqué de presse donnant le détail de l'opération ainsi que le nombre ou le capital total des titres rachetés sous le régime de la dispense garantit également que le marché et les organismes de réglementation peuvent surveiller la conformité en temps réel. Prises dans leur ensemble, ces conditions limitent déjà la dispense aux circonstances prévues par les ACVM : un rachat modeste, transparent, à prix réduit, approuvé par le conseil d'administration, effectué auprès d'un nombre limité de contreparties sur un marché liquide, à des fins légitimes.
- Le conseil d'administration de l'émetteur conserve un contrôle total; l'obligation fiduciaire est une garantie indépendante. La décision de racheter ou non des titres en vertu de cette dispense relève entièrement du conseil d'administration de l'émetteur, et non du porteur des titres. Un conseil d'administration appelé à se prononcer sur le rachat d'un bloc de titres détenu par un actionnaire activiste, dans des circonstances laissant entendre que l'opération vise essentiellement à écarter un actionnaire indésirable plutôt qu'à poursuivre un objectif légitime d'affectation des capitaux, respecterait ses obligations fiduciaires en refusant de donner suite à cette demande ou en veillant à ce que le rachat serve les intérêts de l'émetteur et de l'ensemble de ses porteurs de titres, et non l'objectif limité d'évincer un porteur en particulier. Le rôle permanent de surveillance que joue le conseil d'administration est en soi une garantie contre toute utilisation abusive de la dispense, indépendamment de toute condition supplémentaire particulière au chantage financier.
- Les autorités en valeurs mobilières conservent leur compétence d'intérêt public comme mesure de protection supplémentaire. Outre les mesures de protection ou d'atténuation

susmentionnées, la codification d'une Dispense pour rachats sélectifs, dont les émetteurs bénéficient depuis longtemps au titre d'une dispense pour les émetteurs (y compris pour des opérations visant plus de 5 % des actions en circulation) à n'importe quel seuil, y compris 10 %, demeurerait assujettie au pouvoir d'intervention des organismes de réglementation, au nom de l'intérêt public, si un émetteur tentait de tirer parti de cette dispense à des fins inappropriées, y compris, potentiellement, dans le cadre d'un chantage financier. Si la préoccupation relative au chantage financier est réelle – bien que nous estimions qu'elle soit de nature théorique –, les ACVM pourraient fournir des indications, comme elles l'ont fait dans d'autres cas visés par la Proposition, concernant les circonstances dans lesquelles elles pourraient exercer leur pouvoir d'intervention dans l'intérêt public, y compris dans le contexte des situations de chantage financier.

Pour ces raisons, nous ne pensons pas que la Dispense pour rachats sélectifs soulève de réelles préoccupations en matière de chantage financier, ni que le fait de faire passer la limite de rachat de 5 % à 10 % augmente les risques de chantage financier (ou d'autre usage abusif). La dynamique d'un véritable activisme actionnarial, la conception structurelle de la dispense elle-même, les obligations fiduciaires du conseil d'administration et le pouvoir d'intervention prépondérant des autorités en valeurs mobilières dans l'intérêt public excluent, chacun à leur manière, de tels scénarios. Par conséquent, nous estimons qu'il n'est pas nécessaire d'ajouter d'autres conditions particulières relatives au chantage financier ou à d'autres abus potentiels, et nous mettons en garde contre l'ajout de conditions qui pourraient restreindre indûment l'accès à une dispense par ailleurs bien conçue et avantageuse, sous réserve de nos suggestions ci-dessus.

iii) Limites relatives au nombre d'acquéreurs et d'opérations

Nous ne nous opposons pas, en principe, à l'imposition de limites quant au nombre d'acquéreurs et d'opérations autorisés dans le cadre de la Dispense pour rachats sélectifs, à condition que celles-ci n'entravent pas indûment les rachats légitimes de blocs de titres. Cependant, nous ne croyons pas que la Proposition de limiter la Dispense pour rachats sélectifs à un maximum de 5 % des titres d'une catégorie donnée au cours d'une période de 12 mois soit suffisamment significative, et elle semble plutôt arbitraire. Compte tenu notamment de la nature des opérations et de la catégorie de porteurs de titres pour lesquels les émetteurs ont historiquement sollicité une dispense afin de procéder à un rachat sélectif, celui-ci concerne généralement un nombre négligeable de porteurs de titres (p. ex., un ou deux porteurs de blocs importants) et du risque en pratique illusoire, que d'autres dispenses pourraient théoriquement être combinées avec la Dispense pour rachats sélectifs afin d'augmenter le nombre total de titres pour faciliter un rachat bien supérieur à 5 %. En effet, en règle générale, la dispense pour offres publiques de rachat dans le cours normal des activités (**OPRCNA**) prévue à l'article 4.8 du Règlement 62-104 et la dispense en faveur des salariés, dirigeants, administrateurs et consultants prévue à l'article 4.7 du Règlement 62-104 ne peuvent pas être invoquées pour faciliter un rachat auprès de porteurs que la Dispense pour rachats sélectifs vise à codifier.

Sous réserve du relèvement de la limite de rachat de 5 % à 10 % (ce qui, selon nous, correspond mieux aux autres critères d'application de l'obligation d'information et mesures de protection des porteurs minoritaires en ce qui concerne les opérations d'initiés en vertu des lois sur les valeurs mobilières applicables), comme indiqué ci-dessus, nous ne nous opposons pas aux limites concernant le nombre de vendeurs et d'opérations (p. ex., 5 personnes/5 opérations) applicables dans le cadre de la Dispense pour rachats sélectifs, car cela correspond en partie à la dispense correspondante pour « contrats de gré à gré » en matière d'offres publiques d'achat formelles prévue à l'article 4.2 du Règlement 62-104 (nous notons que cette dispense pour contrats de gré à gré ne contient aucune limite en pourcentage lorsque les conditions sont remplies). Cependant, nous recommandons que les ACVM précisent que plusieurs fonds, comptes ou membres du

même groupe sous gestion discrétionnaire commune peuvent être considérés comme un seul vendeur lorsque la prise de décision du côté vendeur est centralisée et que les préoccupations relatives à l'évitement fiscal visées au paragraphe 4.6.1(2) proposé du Règlement 62-104 ne s'appliquent pas, comme il est expliqué ci-après.

iv) Exigences relatives à la décote et au marché liquide

Deux autres aspects de la Proposition semblent particulièrement difficiles à mettre en pratique. Premièrement, le critère de décote proposé peut s'avérer difficile à appliquer dans le cadre d'opérations négociées, car la condition est formulée par renvoi au cours de clôture à la « date de l'offre », alors que les modalités financières d'une opération peuvent être convenues au moment de la signature et n'être appliquées qu'ultérieurement. Lorsqu'il y a un délai entre la signature et la clôture, le cours du marché peut évoluer pour des raisons sans lien avec l'opération elle-même, ce qui crée une incertitude quant à la nécessité de respecter la condition de décote et au moment où celle-ci doit l'être. Cela entraîne à son tour un risque d'exécution inutile et peut inciter les parties à contourner le calendrier habituel des opérations. La règle définitive devrait préciser clairement le moment où la condition de décote est vérifiée afin d'éviter toute ambiguïté quant au moment précis de la « date de l'offre ». En ce qui concerne la dispense pour contrats de gré à gré en vertu des règles correspondantes sur les offres publiques d'achat, lorsque l'acquisition est réalisée au moyen d'un contrat d'achat d'actions négocié, les participants au marché considèrent généralement la date de signature de ce contrat comme la date à laquelle l'offre a été faite et acceptée. Nous recommandons de vérifier cette condition en retenant le dernier cours de clôture avant que l'émetteur et le porteur de titres vendeur ne concluent la convention de rachat exécutoire, ou avant que l'offre ne soit lancée si aucune convention exécutoire ne précède l'acquisition. Une fois que les parties ont conclu une convention exécutoire qui, au moment de sa conclusion, remplissait la condition relative à la décote, les fluctuations ultérieures du marché survenues avant le règlement ne devraient pas invalider rétroactivement le recours à la dispense.

Deuxièmement, même si nous comprenons la logique de l'exigence d'un marché liquide, le critère proposé pourrait s'avérer indûment restrictif s'il repose uniquement sur des seuils précis en matière de négociation et de valeur au cours du marché. Nous recommandons que l'article proposé 1.12 du Règlement 62-104 inclue une solution de rechange fondée sur une opinion, calquée sur le Règlement 61-101. Un critère purement quantitatif risque d'exclure de nombreux émetteurs pour lesquels un rachat sélectif pourrait être approprié, avantageux pour le marché et non préjudiciable pour les porteurs de titres qui ne participent pas à l'offre. Cela revêt une importance particulière compte tenu des propres données des ACVM indiquant que les seuils proposés seraient atteints par une grande majorité des émetteurs de la TSX, mais seulement par une petite minorité des émetteurs inscrits à la Bourse de croissance TSX. Sans une solution de rechange fondée sur une opinion, la dispense pourrait, en pratique, ne s'appliquer qu'aux grands émetteurs, créant ainsi un régime à deux vitesses difficile à concilier avec le fondement politique de la codification de la dispense.

v) Exigences en matière de communication de l'information

L'exigence proposée de communiqué de presse postérieur à l'offre semble appropriée dans son principe, et nous ne recommandons pas, à l'heure actuelle, d'élargir de manière importante cette obligation d'information. Si les ACVM adoptent la dispense, le régime de communication de l'information devrait rester axé sur l'information qui est importante pour le marché, et non simplement utile, et qui peut être raisonnablement préparée rapidement, sans créer une complexité inutile qui irait à l'encontre de l'objectif d'une dispense applicable.

vi) Interaction avec d'autres dispenses pour offres publiques de rachat

Nous convenons en principe qu'une dispense pour rachats sélectifs peut coexister avec la Dispense pour OPRCNA et d'autres dispenses existantes énoncées dans la Partie 4 du Règlement 62-104, à condition que les règles d'interaction soient claires. Cependant, de manière plus générale, l'utilité de la nouvelle dispense dépend non seulement de ses conditions autonomes, mais aussi de la capacité des émetteurs et des conseillers à déterminer facilement comment elle s'articule avec les autres options de rachat existantes sans créer de chevauchements inutiles, de contraintes artificielles quant à l'ordre des opérations ou de pièges involontaires.

Nous ne pensons toutefois pas que la Dispense pour rachats sélectifs doive être subordonnée à la condition que l'émetteur mène parallèlement une OPRCNA sur le marché, notamment pour les raisons suivantes :

- Les précédents réglementaires n'appuient pas une telle condition. Les ordonnances de dispense accordées à ce jour par les autorités canadiennes en valeurs mobilières pour les rachats d'actions sélectifs n'ont pas, dans de nombreux cas, exigé que les émetteurs aient mis en place parallèlement une OPRCNA. Une OPRCNA n'est qu'une méthode parmi tant d'autres, et pas toujours pertinente ou efficace, pour démontrer l'existence d'un marché liquide; il ne s'agit pas d'une exigence autonome en soi. La Dispense pour rachats sélectifs codifiée ne devrait pas introduire une nouvelle condition qui dépasse les exigences découlant des précédents établis.
- La condition de l'existence d'un marché liquide répond déjà à la préoccupation sous-jacente. La justification politique de l'exigence d'une certaine garantie en matière de liquidité du marché vise à protéger les actionnaires qui ne participent pas à l'offre – en veillant à ce qu'ils conservent un marché liquide où ils peuvent vendre leurs propres actions (ou ne soient pas autrement désavantagés par un achat sélectif hors marché effectué par l'émetteur). Toutefois, cette préoccupation est déjà prise en compte de manière directe et autonome par la condition liée à l'existence d'un marché liquide intégrée dans la Dispense pour rachats sélectifs. Une OPRCNA parallèle n'est ni nécessaire ni suffisante pour atteindre ce même objectif de protection – un émetteur peut satisfaire au critère de l'existence d'un marché liquide (sous réserve de nos commentaires ailleurs concernant le critère clair et précis de l'existence d'un marché liquide proposé pour la Dispense pour rachats sélectifs) sans qu'une OPRCNA n'ait été mise en place, et inversement, le fait d'avoir mis en place une OPRCNA n'offre pas nécessairement une liquidité accrue.
- Une telle condition est incompatible avec l'exigence d'une « intention actuelle » de la TSX pour les OPRCNA. Le Guide à l'intention des sociétés de la TSX exige que, pour réaliser une OPRCNA, l'émetteur doive, entre autres, déposer un avis d'intention de procéder à une OPRCNA et, pour que cet avis soit accepté par la TSX, avoir l'« intention actuelle » de racheter des titres dans le cadre de cette offre¹. Une OPRCNA n'est pas destinée à être maintenue indéfiniment ni à servir de simple formalité, en l'absence d'une véritable intention actuelle de racheter des actions sur le marché, aux cours alors en vigueur. Exiger la mise en place d'une OPRCNA parallèle comme condition préalable à la Dispense pour rachats sélectifs obligerait ainsi les émetteurs soit à mettre en place et à maintenir une OPRCNA qui ne reflète pas leurs intentions actuelles (ce qui constituerait

¹Guide à l'intention des sociétés de la TSX, art. 629(b).

sans doute une utilisation à mauvais escient du cadre des OPRCNA de la TSX), soit à renoncer complètement au rachat sélectif, même s'il peut s'agir d'une opération parfaitement légitime, autonome, sans lien avec un achat plus large sur le marché et avantageux pour celui-ci, y compris pour les actionnaires qui ne participent pas à l'offre. Dans un cas comme dans l'autre, le résultat ne serait pas celui recherché.

- L'effet net serait de rendre la codification illusoire pour de nombreux utilisateurs visés. L'objectif déclaré de la codification de la Dispense pour rachats sélectifs est d'apporter une certitude et de réduire le besoin de présenter des demandes ponctuelles de dispense pour une catégorie d'opérations que les organismes de réglementation se sont depuis longtemps montrés disposés à autoriser. Si la règle codifiée impose une condition relative à la mise en place d'une OPRCNA parallèle, cela aura pour conséquence pratique de rendre la Dispense pour rachats sélectifs inaccessible et illusoire pour de nombreux émetteurs, qui devront tout de même demander une dispense discrétionnaire. Cela va à l'encontre du résultat que la codification vise justement à éliminer.

b) Questions particulières sur lesquelles les ACVM sollicitent des commentaires

Voir nos commentaires ci-dessus, dont plusieurs répondent aux questions particulières n° 1 à 11 sur lesquelles des commentaires sont sollicités dans la Proposition.

IV) Bonification de l'information sur les dérivés équivalents à des actions dans des cas précis

a) Commentaires généraux

Nous souscrivons pleinement à la décision des ACVM de ne pas exiger le regroupement général de la propriété véritable et des intérêts financiers, y compris en ce qui concerne les dérivés équivalents à des actions, aux fins de l'établissement des seuils initiaux et subséquents d'application de l'obligation de déclaration selon le système d'alerte ou selon le régime de déclaration mensuelle. Cette approche est conforme aux objectifs initiaux du système d'alerte et du régime de déclaration mensuelle ainsi qu'à la reconnaissance par les ACVM qu'il n'existe aucune preuve d'une utilisation abusive systématique des dérivés sur les marchés canadiens et qu'une exigence générale de regroupement pourrait imposer un fardeau disproportionné. Une telle approche est aussi globalement conforme à celle prévue dans le régime relatif à la propriété véritable selon les Annexes 13G/13D correspondantes, établi et récemment modifié par la *Securities and Exchange Commission des États-Unis* (la **SEC**). À notre avis, il est essentiel pour les marchés des capitaux canadiens qui sont beaucoup plus petits et moins concurrentiels, que les ACVM ne cherchent pas à instaurer au Canada un régime de déclaration de la propriété véritable plus contraignant que celui en vigueur aux États-Unis.

i) Fondement de la dispense

Comme nous l'avons indiqué ci-dessus, nous appuyons la décision des ACVM de ne pas exiger le regroupement général de la propriété véritable et des intérêts financiers aux fins du système d'alerte ou du régime de déclaration mensuelle. À notre avis, cette approche permet d'éviter, à juste titre, d'introduire une complexité et une incertitude importantes dans l'analyse des seuils, tout en laissant la possibilité d'imposer des obligations de déclaration ciblées dans des contextes précis. Elle traduit aussi la reconnaissance pragmatique du fait que le risque financier et la propriété légale remplissent des fonctions très différentes dans le régime actuel, où les dérivés équivalents à des actions sont des instruments destinés à conférer à une personne un intérêt financier, mais ne permettent pas à leur porteur d'obtenir des droits de vote ou des titres de

participation ni d'influencer l'exercice des droits de vote que possèdent les contreparties aux dérivés. Enfin, elle reflète également les objectifs fondamentaux sous-jacents au système d'alerte et au régime de déclaration mensuelle, à savoir signaler au marché l'identité des porteurs de 10 % ou plus d'une catégorie de titres avec droits de vote ou de titres de capitaux propres en circulation d'un émetteur, car cette information peut constituer des renseignements importants pour les investisseurs, compte tenu de la possibilité que ces personnes puissent influencer l'issue d'opérations visant une prise de contrôle.

Nous comprenons également la justification politique de l'obligation de communication de l'information s'agissant des dérivés équivalents à des actions dans le contexte des offres publiques d'achat. Cependant, la portée et les critères d'application des obligations y afférentes doivent être soigneusement évalués afin d'assurer clarté, objectivité et certitude, comme nous l'indiquons ci-après.

Nous remettons toutefois en question, et ne soutenons pas l'application de normes similaires et d'obligations de déclaration en ce qui concerne les sollicitations de procurations – que celles-ci soient menées au moyen d'une circulaire de sollicitation de procurations ou qu'elles soient fondées sur une ou plusieurs dispenses de l'obligation de publier une circulaire. Nous croyons que les sollicitations de procurations – et l'activisme des actionnaires en général – constituent une activité distincte des « démarches visant à obtenir le contrôle » classiques, pour lesquelles le système d'alerte et le régime de déclaration mensuelle ont été mis en place afin d'en informer le marché rapidement. Plus précisément, contrairement au contexte des offres publiques d'achat, qui comporte un seuil clair de 20 % ou plus, et aux déclarations selon le système d'alerte et le régime de déclaration mensuelle, qui comportent un seuil clair de 10 % ou plus, les sollicitations peuvent être menées de nombreuses manières et, fréquemment, par des investisseurs qui détiennent bien moins de 10 % des titres avec droit de vote et des titres de capitaux propres. Dans un tel contexte, nous estimons qu'il ne convient pas de les considérer comme une sorte d'activité comparable à celle qu'exerce un initiateur dans le cadre d'une offre publique d'achat ou d'une situation similaire. Le plus souvent, l'activisme des actionnaires vise à susciter des changements dans des contextes où l'activiste détient une faible proportion des actions (généralement bien inférieure à 10 %) et n'est efficace que si l'activiste parvient à obtenir l'appui et l'adhésion de la majorité des autres actionnaires de l'émetteur — qui, en règle générale, n'ont aucun lien avec lui et n'agissent pas de concert avec lui —, en présentant une stratégie claire et convaincante dans le cadre d'une campagne bien pensée et coûteuse. Imposer à ces investisseurs des obligations supplémentaires les obligeant à communiquer de l'information sur leurs avoirs actuels ou passés en dérivés équivalents à des actions ou autres instruments modifiant le risque financier auquel ils sont exposés par rapport à l'émetteur, alors qu'ils ne sont pas autrement tenus de déposer une déclaration selon le système d'alerte ou selon le régime de déclaration mensuelle puisque leurs participations sont inférieures à 10 % – l'emporte, selon nous, sur tout avantage perçu de telles déclarations.

C'est pourquoi nous recommandons que les ACVM suppriment entièrement l'obligation d'information proposée applicable aux actionnaires qui sollicitent des procurations, étant donné qu'il ne s'agit pas d'une situation de démarches visant à obtenir le contrôle, mais plutôt d'un outil légitime visant à améliorer le rendement des émetteurs au bénéfice de tous les actionnaires. Sinon, si l'on considère qu'à partir d'un certain seuil, une sollicitation équivaut à une démarche visant à obtenir le contrôle semblable à une offre publique d'achat, nous estimons qu'une obligation de déclaration renforcée ne devrait s'appliquer que dans les cas où, à l'instar des initiateurs, l'actionnaire sollicitant, ainsi que les sociétés membres de son groupe et les personnes ayant des liens avec lui et ses alliés, détiennent collectivement 20 % ou plus des titres avec droit

de vote ou titres de capitaux propres en circulation et participent à une sollicitation au moyen d'une circulaire (uniquement).

Nous sommes également d'avis que l'imposition de ces obligations aux investisseurs qui effectuent une sollicitation au moyen d'une circulaire de sollicitation de procurations, quelle que soit leur participation, entraîne un traitement inégal et injuste à l'égard des investisseurs qui ne peuvent pas se prévaloir des dispenses bien établies, celles fondées sur la sollicitation au moyen d'un message télédiffusé ou radiodiffusé ou lorsque le nombre d'actionnaires est de « 15 actionnaires ou moins », offertes aux dissidents qui font une sollicitation sans circulaire. Dans certaines sociétés où la concentration est plus forte, les investisseurs peuvent être autorisés à mener une campagne de sollicitation en se prévalant de ces dispenses. Toutefois, dans les cas où l'actionnariat est plus dispersé et moins concentré, les investisseurs qui cherchent à apporter des changements positifs pourraient ne pas être en mesure de faire valoir leurs arguments auprès des actionnaires comme il se doit sans envoyer une circulaire. L'imposition de différents critères d'application de l'obligation d'information aura pour conséquence que certains actionnaires qui sollicitent des procurations seront soumis à des obligations d'information et à des contraintes accrues, tandis que d'autres en seront exemptés, bien qu'ils puissent se trouver dans une situation analogue, notamment s'ils détiennent une faible proportion d'actions qui ne saurait raisonnablement justifier une démarche visant à obtenir le contrôle.

ii) Aspects particuliers des Projets de modification des règlements

Une préoccupation centrale est l'étendue de la norme proposée en matière de communication de l'information relative aux relations avec les contreparties. Nous comprenons l'objectif de la politique qui exige la communication de l'information relative aux relations pouvant avoir une incidence sur les décisions d'une contrepartie en matière de couverture, de vote ou de dépôt de titres. Cependant, une norme fondée sur une relation « pouvant être perçue » comme ayant une incidence sur ces décisions pourrait entraîner un trop-plein d'information à divulguer et, plus probablement, des allégations tactiques dans des contextes d'offres contestées. Nous recommandons de remplacer cette formulation ou d'y ajouter par des critères plus objectifs, tels que ceux découlant de droits contractuels, d'ententes de vote ou de dépôt, de relations de financement ou de conseil liées à l'opération, de dépendances commerciales importantes ou de communications concernant le vote, le dépôt de titres, l'acquisition ou la cession des titres pertinents. Nous estimons qu'une norme fondée sur « la prépondérance des possibilités », en particulier lorsqu'elle est liée à la décision éventuelle d'une contrepartie d'acquérir ou de céder les titres de l'émetteur visé, ou d'exercer les droits de vote qui s'y rattachent, est trop vague et spéculative. Si une telle obligation d'information devait être imposée, elle devrait être fondée sur une « prépondérance des probabilités » claire et objective, de manière à ce qu'il « serait raisonnablement prévisible que ces relations aient une incidence » sur la décision de cette personne, afin d'apporter une plus grande clarté. Nous croyons également que cela est conforme aux objectifs du régime, qui ne visent pas simplement à fournir de l'information qui pourrait être « intéressante à savoir » pour le marché, mais plutôt de l'information qui est en fait importante et fondée sur des critères objectifs, en fonction du point de vue d'une personne raisonnable dans les circonstances.

Comme nous l'avons souligné plus haut, nous craignons également que le cadre proposé instaure un régime de communication de l'information inégal et arbitraire dans le contexte des sollicitations. Un dissident qui envoie une circulaire de sollicitation de procurations serait assujéti à une obligation d'information renforcée concernant les dérivés équivalents à des actions et autres facteurs de risque financier. En revanche, un porteur de titres sollicitant des procurations qui se prévaut de la dispense lorsque la sollicitation est faite publiquement au moyen d'un message télédiffusé ou radiodiffusé, d'un discours ou d'une publication, ou de la dispense visant

un nombre d'actionnaires égal ou inférieur à 15, serait tenu de fournir de l'information concernant la propriété véritable et le contrôle, mais ne serait pas assujetti aux mêmes obligations d'information relatives aux dérivés et au risque financier prévues aux rubriques 6.7 et 6.8 proposées de l'Annexe 51-102A5. Si la justification de la politique est que les porteurs de titres devraient comprendre le risque financier global dans le cadre d'une démarche visant à obtenir le contrôle active, les ACVM devraient envisager de supprimer les obligations d'information bonifiées proposées pour *toutes* les campagnes de sollicitation, qu'une circulaire soit requise ou non, ou que l'investisseur se prévale d'une dispense applicable de l'obligation de publier une circulaire, au motif que les campagnes de sollicitation sont, à notre avis, tant sur le plan fonctionnel que sur le fond, très différentes des situations réelles de démarches visant à obtenir le contrôle, telles que les offres publiques d'achat, sauf si ou jusqu'à ce que l'actionnaire sollicitant des procurations soit par ailleurs assujetti à une obligation d'information selon le système d'alerte ou le régime de déclaration mensuelle en raison de sa participation en titres de capitaux propres ou en titres comportant droit de vote.

Nous ne sommes pas non plus convaincus que, dans le contexte des offres publiques d'achat, le fait qu'un initiateur soit tenu, en vertu de la rubrique 7 de l'Annexe 62-104A1, de communiquer de l'information sur les titres achetés ou vendus par certaines personnes au cours de la période de six mois précédant la date de l'offre doive l'obliger à fournir une information similaire concernant les instruments financiers connexes et les autres conventions, arrangements ou ententes qui ont ou ont eu pour effet de modifier le risque financier au cours de la période de six mois précédant la date de l'offre. Les raisons qui justifient la communication de cette information sont tout à fait différentes. Dans le contexte des dérivés équivalents à des actions, des instruments financiers connexes et autres instruments similaires, ce qui doit être important pour le marché au moment de l'offre, ce sont les arrangements existants qui modifient le risque financier de l'initiateur, et non les opérations passées. Le maintien de la transparence concernant ces arrangements ou instruments existants est déjà pris en compte dans les Projets de modification des règlements, et il n'est pas nécessaire d'aller plus loin pour exiger de l'information sur des opérations antérieures portant sur des dérivés équivalents à des actions ou d'autres arrangements purement financiers qui n'existent plus ou qui ne sont plus pertinents.

iii) Nouvelles indications portant sur l'information sur les dérivés et l'utilisation qui est faite de ceux-ci

Nous estimons également que les indications connexes devraient être précisées afin d'éviter de créer une incertitude injustifiée par des énoncés trop vagues concernant l'utilisation des instruments dérivés et les préoccupations d'intérêt public. Les indications peuvent jouer un rôle utile d'interprétation, mais lorsque les concepts fondamentaux sont déjà nuancés, larges ou subjectifs, des indications trop détaillées risquent d'accroître l'incertitude plutôt que de la réduire. Les indications définitives devraient donc viser à définir des critères plus clairs et plus objectifs, et devraient cadrer avec la décision des ACVM de ne pas imposer le regroupement général de l'information sur les dérivés équivalents à des actions aux fins du système d'alerte.

b) Questions particulières sur lesquelles les ACVM sollicitent des commentaires

Voir nos commentaires ci-dessus, dont certains répondent aux questions particulières n° 12 à 16 sur lesquelles des commentaires sont sollicités dans la Proposition.

V) Modifications au régime de déclaration selon le système d'alerte – Obligations d'information et en matière de délais relativement aux projets ou aux intentions de l'acquéreur

a) Commentaires généraux

Nous saluons l'objectif des ACVM d'améliorer l'utilité des déclarations selon le système d'alerte en ce qui concerne les projets ou les intentions d'un acquéreur, et nous convenons qu'un acquéreur ne devrait pas être autorisé à se fonder indéfiniment sur de l'information périmée une fois que ses intentions ont effectivement changé. Cependant, nous constatons également que le cadre existant prévoit déjà ce résultat; le paragraphe 5.2(1) du Règlement 62-104 exige qu'un acquéreur fournisse des renseignements supplémentaires chaque fois qu'un fait important figurant dans son rapport le plus récent fait l'objet d'un changement, et la rubrique 5 de l'Annexe 62-103A1 exige que l'acquéreur décrive tous les projets ou intentions de l'acquéreur et ses alliés qui pourraient se rapporter ou conduire aux résultats énumérés dans la rubrique. Notre préoccupation ne porte donc pas sur l'objectif de l'article 3.3 proposé de l'IG 62-203, mais sur les éléments des indications proposées qui ajouteraient à la norme objective du « changement dans un fait important » par des concepts subjectifs qui feraient intervenir la connaissance acquise après coup, en particulier les renvois aux « mesures significatives » et aux « mesures irrévocables ». À notre avis, ces concepts ne sont pas appropriés lorsqu'il s'agit pour un déposant de se faire une idée en temps réel de sa conformité, car, à la différence d'un émetteur assujéti, il ne dispose pas d'un mécanisme de dépôt confidentiel, n'a souvent aucune prise sur l'évolution et le résultat des questions qu'il serait tenu de décrire, et doit évaluer lui-même ses obligations dans un contexte susceptible d'être contesté par la suite. Si le problème de conformité existait déjà auparavant, nous ne voyons pas en quoi ces nouvelles indications modifieront le comportement des acquéreurs.

Effet pratique des indications proposées

Il semble que la question que les ACVM cherchent à résoudre relève davantage de la conformité que de la politique en matière de communication de l'information. L'Avis ne laisse pas entendre que l'exigence actuelle soit inappropriée ni que les mesures énumérées à la rubrique 5 de l'Annexe 62-103A1 portent sur des renseignements erronés. Selon notre interprétation, la préoccupation réside dans le fait que, de l'avis des ACVM, les acquéreurs ne mettent pas à jour leur information comme ils le devraient. Il s'agit là d'un problème de conformité, lequel est généralement résolu en renforçant les critères d'application de l'obligation en la matière, par la surveillance et par l'application de la loi lorsque le déposant a effectivement omis de mettre à jour des renseignements qu'il savait inexacts. Nous ne pensons pas que la solution appropriée à un problème de conformité consiste à instaurer une norme moins précise que celle qui est déjà en vigueur. Selon les Projets de modification des instructions générales, un acquéreur agissant de bonne foi doit déterminer, en temps réel et sans le bénéfice du recul, si une série de mesures est devenue collectivement « importante » ou si une mesure qu'il a prise est « irrévocable ». En revanche, un acquéreur qui n'agit pas de bonne foi peut tirer parti de cette même imprécision. Les indications risquent donc d'alourdir le fardeau des personnes qui s'y conforment, sans pour autant contribuer de manière significative à restreindre les comportements qui ont motivé leur adoption.

Dans le même ordre d'idées, nous ne sommes pas convaincus que les indications proposées modifieront de manière importante la pratique du marché comme prévu. En pratique, les parties ne communiquent généralement pas leurs intentions avant la signature d'une convention ou la survenance d'un événement concret de même nature, à moins qu'il n'y ait une fuite d'information,

une rumeur sur le marché ou un événement comparable qui, en soi, nécessite une réaction. En effet, il est arrivé que les autorités en valeurs mobilières contestent la communication prématurée, par des émetteurs et/ou des initiateurs, d'une information sur des opérations potentielles ou des événements importants qui ne se sont pas encore concrétisés ou qui font l'objet d'une grande incertitude, notamment lorsqu'il n'existe aucune convention exécutoire visant à les réaliser. En ce sens, il se peut que les indications à elles seules ne suffisent pas à accélérer la communication de l'information importante; le résultat le plus probable n'est pas une bonification de l'information communiquée, mais plutôt des déclarations plus génériques et formulées avec davantage de prudence, rédigées de manière à préserver les options et à éviter le risque qu'une déclaration autonome définitive soit dépassée par les événements. Une telle communication de l'information présente un intérêt limité pour les porteurs de titres et pourrait, en réalité, s'avérer moins instructive ou plus déroutante que l'information actuelle fournie, tout en alourdissant le volume de documents que le marché doit interpréter.

Nous sommes également préoccupés par l'émergence d'un système à deux vitesses dans la pratique, où les participants bénéficiant d'un accompagnement plus poussé et les grands émetteurs hors du secteur du capital de risque s'adaptent aux indications d'une certaine manière, tandis que de nombreux émetteurs de la Bourse de croissance TSX et d'autres participants au marché disposant de ressources plus limitées font face à une plus grande incertitude tant dans la préparation que dans l'interprétation de l'information à communiquer. Un tel résultat serait incompatible avec les objectifs de réduction du fardeau réglementaire des ACVM et entraînerait des disparités dans le respect des exigences sur l'ensemble du marché. Les ACVM devraient donc envisager si les indications proposées amélioreraient réellement la qualité de l'information communiquée ou si elles ajouteraient plutôt une complexité en matière de conformité sans modifier de manière importante le comportement sous-jacent.

La norme liée aux délais devrait reposer sur des repères objectifs

Nous appuyons la partie de l'article 3.3 proposé de l'IG 62-203 qui prévoit qu'un changement dans les projets ou intentions se produira « au plus tard à la signature d'une entente définitive visant la conclusion d'une opération, au lancement d'une offre publique d'achat ou à l'annonce publique d'une sollicitation de procurations ou d'un événement similaire, selon le cas » et que, nonobstant cette présomption, « un tel changement peut parfois avoir lieu plus tôt ». Une déclaration claire à cet effet préserverait l'utilité des indications tout en éliminant la principale source d'incertitude.

Les notions de « mesures importantes » et « mesures irrévocables » sont trop subjectives

Les indications proposées exigeraient qu'un acquéreur, lorsqu'il ou tout allié « prend des mesures significatives en ce qui concerne une opération ou un événement en particulier », évalue si ces actions, « individuellement ou collectivement », constituent un changement dans des projets ou intentions antérieurement divulgués, et précise qu'un changement peut survenir plus tôt lorsque l'acquéreur ou un acteur conjoint « a pris des mesures irrévocables pour réaliser une opération potentielle ». Aucun des deux concepts n'est défini, et les deux sont qualitatifs, subjectifs, cumulatifs et, par leur nature, s'appliquent plus facilement *a posteriori*. La question de savoir si une mesure était « significative » et si une série de mesures est devenue « irrévocable » relève précisément, d'après notre expérience, du genre de questions qui ne peuvent être tranchées qu'à la lumière d'un dossier probatoire complet, et souvent seulement une fois que l'opération ou la campagne a abouti ou a échoué. Exiger d'un déclarant qu'il prenne cette décision au moment même, sous peine de non-respect de son obligation de déclaration ou pire encore, soulève la

même difficulté que celle que nous soulignons ailleurs dans la présente lettre de commentaires concernant la proposition d'acquisition présumée lors de l'établissement d'une relation d'allié.

De plus, les conséquences de cette incertitude ne sont pas réparties de manière uniforme. Dans un contexte de concurrence, un émetteur ou un initiateur rival a tout intérêt à affirmer qu'un acquéreur a franchi le seuil indéfini des « mesures significatives » plusieurs semaines plus tôt que ne l'estimait cet acquéreur, et de demander une dispense pour cette raison, ce qui peut à son tour contribuer à rendre l'offre d'un initiateur – même si elle n'est pas exécutoire – plus contraignante pour les actionnaires. Des indications formulées de la sorte fourniraient un nouvel argument procédural, facile à mettre en œuvre, dans des circonstances où l'objectif fondamental de communication de l'information a déjà été atteint. Nous craignons également que la réaction pratique de nombreux acquéreurs soit de déposer tôt dans le processus des déclarations, qui plus est génériques, afin de se protéger, ce qui ramène le marché aux modèles standardisés que les indications cherchent précisément à décourager.

Interaction avec les questions de confidentialité, la négociation et les obligations d'information existantes

Un acquéreur qui dépose une déclaration sous le régime du système d'alerte n'est pas dans la même position qu'un émetteur assujéti qui déclare un changement important. Un émetteur assujéti qui estime qu'une confidentialité est justifiée peut déposer un rapport confidentiel de changement important en vertu de la Partie 7 du Règlement 51-102 et se prévaloir de ce mécanisme tant qu'une opération demeure incertaine (bien que nous reconnaissons que le dépôt de déclarations de changement important confidentielles soit assez rare en raison d'autres préoccupations pratiques et juridiques que cela soulève). Il n'existe aucune disposition comparable dans le cadre du système d'alerte ou du régime de déclaration mensuelle. L'effet d'un seuil d'application d'une obligation de déposer une déclaration selon le système d'alerte se traduit donc par une obligation inconditionnelle de communiquer publiquement des intentions qui peuvent être préliminaires, subordonnées à un financement ou à une vérification diligente, ou dépendantes de l'accord de l'émetteur ou de tiers. Une communication prématurée de ce type comporte un risque réel d'inexactitude ou de tromperie si l'opération ne se déroule pas comme prévu; elle peut en soi influencer le cours du marché et nuire à l'opération décrite dans la déclaration, et peut mettre l'acquéreur en conflit avec les obligations de confidentialité envers les contreparties et les prêteurs.

Nous recommandons que si les ACVM envisagent de formuler des indications ou d'apporter des modifications dans ce domaine, les indications définitives reconnaissent expressément cette asymétrie. À tout le moins, les ACVM devraient confirmer qu'un acquéreur n'est pas tenu de déclarer l'existence ou les modalités de négociations confidentielles, de discussions sur un financement ou de démarches préliminaires avant que les jalons objectifs décrits ci-dessus ne soient atteints, et qu'une décision de ne pas fournir de mise à jour dans ces circonstances ne constitue pas, en soi, un manquement au paragraphe 5.2(1) du Règlement 62-104. Nous encouragerions également les ACVM à examiner s'il y a lieu d'établir des indications à cet égard afin de tenir compte de la possibilité que la déclaration selon le système d'alerte obligatoire par un acquéreur d'une opération envisagée devienne, en réalité, une déclaration d'une information importante que l'émetteur n'avait pas communiquée.

La formulation de réserves et la préoccupation des ACVM concernant les « formulations vagues » des déclarations

Nous comprenons et partageons la préoccupation des ACVM selon laquelle une formulation vague réservant le droit de prendre l'une des mesures énumérées à la rubrique 5 de l'Annexe 62-103A1 ne devrait pas servir de substitut à l'obligation d'information dès lors qu'un acquéreur a effectivement élaboré un projet ou formulé une intention concernant une mesure particulière. Nous mettons toutefois en garde contre le fait de présumer insuffisantes les formulations de réserves. La rubrique 5 exige la communication par l'acquéreur de ses projets ou intentions « qui pourraient se rapporter ou conduire aux résultats » qui sont énumérés dans cette rubrique, et un acquéreur qui n'a pas encore arrêté une ligne de conduite et qui se réserve une gamme d'options, décrive avec précision sa position lorsqu'il le déclare ainsi. Il s'agit d'une déclaration importante concernant la position de l'acquéreur, et non d'une esquivé; or les porteurs de titres n'ont aucun intérêt à ce qu'on leur communique de l'information qui laisse entendre un degré de certitude supérieur à celui qui existe réellement. Nous recommandons que les indications définitives établissent une distinction entre les formulations de réserves utilisées pour décrire une position véritablement ouverte, ce qui demeure approprié, et les formulations de réserves qui sont maintenues après qu'une décision concernant une mesure précise énumérée a effectivement été prise, ce qui ne l'est pas.

Réexamen des déclarations déposées ultérieurement et application aux investisseurs institutionnels admissibles

Nous ne nous opposons pas à l'attente selon laquelle un acquéreur réévalue l'exactitude de sa déclaration selon la rubrique 5 chaque fois qu'il est tenu de faire une déclaration supplémentaire, y compris si le dépôt d'une déclaration est requis en raison d'une augmentation ou une diminution de son pourcentage de détention de titres en vertu de l'alinéa 5.2(2)a) du Règlement 62-104. Cela est conforme à la pratique en vigueur. Nous recommandons toutefois que les indications précisent que l'obligation consiste en un réexamen et que celui-ci ne donne pas lieu en soi à une obligation de dépôt en l'absence d'un changement relatif à un fait important, de sorte que les indications ne soient pas interprétées comme exigeant une déclaration positive dans chaque rapport ultérieur.

Nous notons également que les indications proposées semblent s'appliquer aux déclarations requises en vertu de l'Annexe 62-103A2 et de l'Annexe 62-103A3. Les investisseurs institutionnels admissibles qui se fondent sur la Partie 4 du Règlement 62-103 sont, selon la conception du régime de déclaration mensuelle, des porteurs qui n'ont pas l'intention requise de modifier ou d'influencer le contrôle de l'émetteur, et les dispositions relatives à la perte d'admissibilité prévues à la Partie 4 traitent déjà des circonstances dans lesquelles cette situation change et où une déclaration selon le système d'alerte est requise. Nous recommandons aux ACVM soit de ne pas étendre cette indication aux Annexes 62-103A2 et 62-103A3, soit de préciser comment elle est censée s'appliquer parallèlement aux dispositions relatives à la perte d'admissibilité.

En résumé, nous estimons que la préoccupation en matière de conformité relevée par les ACVM est mieux traitée par la norme objective existante prévue au paragraphe 5.2(1) du Règlement 62-104 que par des indications introduisant des concepts moins précis que l'exigence à laquelle elles veulent ajouter. Si les ACVM décident d'aller de l'avant, nous recommandons qu'elles conservent la mesure de sauvegarde objective proposée à l'article 3.3 de l'IG 62-203, ainsi que la reconnaissance qu'un changement dans des projets ou intentions peut, dans certains cas, survenir à un stade plus précoce, mais qu'elles suppriment les mentions des « mesures

significatives » et des « mesures irrévocables ». Nous recommandons en outre que les indications définitives confirment qu'un acquéreur n'est pas tenu de divulguer des négociations confidentielles, des discussions relatives au financement ou des démarches préliminaires avant que ces critères objectifs ne soient remplis; qu'elles établissent une distinction entre les formulations de réserves décrivant une position véritablement ouverte et celles maintenues alors qu'une décision a en fait déjà été prise, et qu'elles confirment que la perspective d'un réexamen dans le cadre de dépôts ultérieurs ne crée pas en soi une obligation d'information en l'absence d'un changement relatif à un fait important. Nous recommandons aux ACVM soit de ne pas étendre cette indication aux Annexes 62-103A2 et 62-103A3, soit de préciser comment elle est censée s'appliquer parallèlement aux dispositions relatives à la perte d'admissibilité.

b) Questions particulières sur lesquelles les ACVM sollicitent des commentaires

Aucune.

VI) Critères d'application du système d'alerte et seuils de déclaration – Acquisition réputée au début d'une relation d'allié

a) Commentaires généraux

Nous saluons les efforts déployés par les ACVM pour clarifier certains aspects du régime de déclaration selon le système d'alerte, notamment en ce qui concerne les alliés. Lorsque deux porteurs de titres ou plus agissent véritablement de concert et, à la suite d'une acquisition, ils franchissent collectivement le seuil de 10 %, nous convenons que le marché devrait en être informé conformément au système d'alerte. Cependant, ce résultat est déjà obtenu par le régime actuel. Notre principale préoccupation, qui est d'ordre fondamental, porte sur la Proposition concernant les nouveaux paragraphes 5.1(4) et 5.1(5) du Règlement 62-104 selon lesquels une acquisition est présumée (et, en cas de cessation, une cession) survenir automatiquement dès l'établissement d'une relation d'allié, sans qu'une véritable acquisition ou cession de titres n'ait eu lieu. Pour les raisons exposées ci-après, nous ne soutenons pas cette proposition et recommandons qu'elle ne soit pas adoptée, sous quelque forme que ce soit.

Notre opposition à ce qu'une obligation de déclaration et d'application soit réputée s'appliquer dès le début d'une relation d'allié repose sur six préoccupations connexes. Premièrement, la décision citée par les ACVM ne soutient pas la prémisse selon laquelle la règle actuelle contient une « lacune » : la décision citée n'a pas mis en évidence une lacune involontaire, mais a délibérément interprété le seuil d'application de l'obligation de dépôt d'une déclaration selon le système d'alerte comme nécessitant une acquisition réelle, et a rejeté l'argument des « conséquences absurdes » sur lequel les Propositions s'appuient maintenant. Deuxièmement, le fait d'« agir de concert » est un concept très tributaire des faits et qui, comme l'illustrent les décisions *Re NorthWest Copper Corp.*, 2023 BCSECCOM 602 (**NorthWest Copper**) et *Re DIRT Environmental Solutions Ltd.*, 2023 ABASC 32 (**DIRTT**), n'est généralement tranché qu'à l'issue d'une audience contestée sur la preuve et avec l'avantage du recul; il est mal adapté pour fonctionner comme un critère permettant une auto-évaluation en temps réel du respect d'obligations en matière de conformité. Troisièmement, une présomption d'acquisition dès le début d'une relation d'allié aurait pour effet de freiner précisément le type d'engagement légitime des actionnaires que ces deux décisions s'efforçaient de protéger, et que les autorités canadiennes et américaines en valeurs mobilières ont expressément approuvé ces dernières années. Quatrièmement, elle donnerait aux émetteurs et aux initiateurs rivaux une nouvelle arme tactique pour tenter de contrecarrer des droits légitimes et fondamentaux des actionnaires, une préoccupation qui n'est pas théorique, puisque les affaires *NorthWest Copper* et *DIRTT* sont nées

précisément de ce type de manœuvre tactique, et les participants au marché espéraient, à la suite de ces décisions, que leur clarté réduirait les plaintes tactiques relatives aux « relations d'alliés ». Cinquièmement, la proposition pourrait exiger que les consortiums et les initiateurs alliés (lorsque leur participation combinée est de 10 % ou plus) publient prématurément une déclaration sur leurs discussions et/ou leurs arrangements préliminaires. Sixièmement et enfin, la proposition est difficile à concilier tant avec la décision, tout à fait justifiée, prise par les ACVM de ne pas exiger le regroupement de l'information sur les dérivés équivalents à des actions aux fins du dépôt d'une déclaration selon le système d'alerte ainsi qu'avec le régime des offres publiques d'achat qui prévoit un seuil de 20 % ne s'appliquant qu'aux offres réelles.

i) Acquisitions réputées – Titres des alliés

Le paragraphe 5.1(4) proposé du Règlement 62-104 prévoirait que toute personne agissant de concert avec une ou plusieurs autres personnes à l'égard d'un émetteur soit réputée avoir acquis les titres de ce dernier qui sont la propriété véritable de ces autres personnes, ou sur lesquelles celles-ci exercent une emprise, « au moment où elle a commencé à agir de concert avec ces personnes »; le paragraphe 5.1(5) proposé prévoit la même présomption correspondante de disposition en cas de cessation de la relation. Ainsi, l'existence d'une obligation de déclaration selon le système d'alerte et le moment auquel elle doit être respectée ne dépendent pas de l'acquisition ou de la cession de titres, mais du début (ou de la fin) d'une relation, un concept intrinsèquement fluide et très difficile à établir, tant en termes juridiques que pratiques, à cerner avec précision. Nous recommandons donc que les paragraphes 5.1(4) et 5.1(5) ne soient pas adoptés, pour les raisons exposées plus en détail ci-après.

La Proposition ne comble pas une « lacune » : *NorthWest Copper* a délibérément résolu la question du critère de l'application de l'obligation de déclaration

L'Avis justifie la Proposition afin de corriger une « lacune » de sorte qu'à la suite de la formation d'une relation d'allié, une acquisition « n'est plus nécessaire [...] pour que s'applique l'obligation de déclaration selon le système d'alerte », et cite *NorthWest Copper* (Avis, à la note 17). Avec égards, cette décision ne fait pas autorité pour corriger une lacune, mais pour justifier le raisonnement contraire. Dans *NorthWest Copper*, un groupe d'experts de la British Columbia Securities Commission (la **BCSC**) s'est penché sur la question précise abordée dans les Propositions, à savoir si, lorsque des parties agissent de concert, une obligation de déclaration selon le système d'alerte peut naître sans qu'il y ait d'acquisition ultérieure. L'émetteur a soutenu, comme le supposent désormais les Propositions, que l'exigence d'une acquisition après la formation de la relation entraînerait des « [traduction] conséquences absurdes », car un groupe dont chaque membre détient individuellement moins de 10 % pourrait se regrouper pour dépasser 10 % et échapper à l'obligation de déclaration. Le groupe d'experts a rejeté cet argument en se fondant sur le sens littéral de la règle :

« [Traduction] Lorsque des parties agissent de concert, l'obligation de déclaration selon le système d'alerte ne s'applique que si, à la suite d'une acquisition ultérieure, les alliés détiennent collectivement 10 % ou plus des titres en circulation de la catégorie. En l'absence d'une acquisition, les obligations de déclaration selon le système d'alerte prévues à l'article 5.2 ne s'appliquent pas. Affirmer le contraire reviendrait à ignorer complètement la mention d'une acquisition » (au par. 156).

Le groupe d'experts de la BCSC a répondu directement à l'argument des « [traduction] conséquences absurdes », estimant que le fait d'exclure certaines mesures prises par des alliés du champ d'application de l'obligation de déclaration selon le système d'alerte « [traduction] ne constitue ni une conséquence absurde ni un motif suffisant pour rejeter le sens

littéral de la disposition » (au par. 157). Cette interprétation n'était pas l'apanage du seul groupe d'experts : il s'agissait de la position défendue par le directeur général de la BCSC, soit le personnel même de l'organisme de réglementation, qui a fait valoir qu'« [traduction] une lecture littérale de la disposition exige une acquisition » et que « [traduction] [c]'est l'acquisition qui est le facteur d'application de l'obligation de déclaration » (au par. 118).

Le critère de l'acquisition qui déclenche l'application de l'obligation de déclaration n'est donc ni une omission ni une lacune dans la rédaction. Il s'agit d'une caractéristique mûrement réfléchie et dont le sens est clair, propre au régime en place depuis longtemps, approuvée par un groupe d'experts d'une commission des valeurs mobilières ainsi que par le propre personnel de l'organisme de réglementation lui-même, et adoptée après que l'argument contraire, qualifié d'« [traduction] absurdité », eut été clairement soulevé puis rejeté. Le fait de présenter cette interprétation bien établie comme une « lacune » et de la renverser, en s'appuyant sur le même raisonnement que celui que le groupe d'experts a refusé d'accepter, ne constitue pas une clarification; il s'agit d'un changement de fond dans la politique. Si les ACVM souhaitent apporter cette modification, celle-ci devrait être justifiée de manière transparente sur un fondement qui lui est propre, au lieu d'être présentée comme visant à combler une lacune. Il convient également de faire observer que, lorsque le groupe d'experts dans l'affaire *NorthWest Copper* a estimé qu'une clarification s'imposait, celle-ci était limitée : il a « [traduction] invité les ACVM à préciser [...] plus clairement, le libellé des dispositions pertinentes », que le fait d'agir de concert peut s'appliquer à la sollicitation de procurations (au par. 99). Les Propositions vont bien au-delà de cette invitation circonscrite.

La relation d'allié dépend des faits et s'évalue *a posteriori*, et ne peut donc pas servir de critère à évaluer en temps réel

La question de savoir si une partie « agit de concert » est, selon les termes explicites du paragraphe 1.9(1) du Règlement 62-104, « une question de fait ». Ces deux décisions montrent à quel point cette enquête est exigeante. Dans *NorthWest Copper*, le groupe d'experts n'a pu trancher la question qu'à l'issue d'une audience contestée sur la preuve, en appliquant la norme de la prépondérance des probabilités qui exigeait une preuve « [traduction] claire, convaincante et pertinente », ainsi qu'une évaluation minutieuse des éléments de preuve circonstanciels contestés. Il a estimé que le seuil requis pour une telle conclusion « [traduction] est, à juste titre, fixé à un niveau relativement élevé » (au par. 204), et que la convergence d'intérêts ne suffit pas : le demandeur devait démontrer que les parties « [traduction] avaient activement collaboré pour atteindre un objectif commun précis, ce qui est différent d'une simple convergence d'intérêts » (au par. 205).

DIRTT va dans le même sens. Le groupe d'experts de l'Alberta Securities Commission (l'**ASC**) a rejeté l'allégation de relation d'allié, estimant que le fait que les « [traduction] intérêts des parties... convergeaient à certains égards [...] ne signifiait pas qu'elles agissaient de concert » (au par. 172), et soulignant que « [traduction] le fait d'agir séparément au même moment n'équivaut pas à agir ensemble » (au par. 171). Les achats parallèles, la participation aux mêmes réunions (organisées par l'émetteur lui-même), les préoccupations communes concernant la direction, et même la volonté d'appuyer une demande d'actionnaires après son annonce, ont tous été jugés insuffisants pour établir l'existence d'une relation d'allié.

La conséquence pour les Propositions est directe. Un concept que des tribunaux spécialisés n'ont tranché qu'à l'issue d'audiences contestées sur la preuve et selon un éclairage rétrospectif ne peut être équitablement transformé en un moment bien défini (c.-à-d. « quand ils ont commencé à agir de concert ») que les participants au marché doivent repérer de manière prospective, en

temps réel, et signaler eux-mêmes, sous peine d'une acquisition réputée, d'une obligation de publier un communiqué de presse et d'une interdiction provisoire d'opérations. Ni les participants ni leurs conseillers ne seront en mesure de déterminer avec certitude le moment précis où une relation a « commencé », et on peut s'attendre à ce que les mêmes faits soient interprétés de manière très différente par les parties adverses. C'est l'antithèse du critère objectif et administrable d'application de l'obligation de déclaration que le système d'alerte devrait offrir, et cela est en contradiction avec les principes de mise en œuvre énoncés plus tôt dans cette lettre de commentaires, lesquels exigent que les critères d'application des obligations en matière de conformité à évaluer en temps réel soient objectifs et applicables sans avoir besoin de recourir à un éclairage rétrospectif. Le fait que l'acquisition serve de critère d'application de l'obligation de déclaration est essentiel et beaucoup plus susceptible d'être établi.

La Proposition risquerait de freiner indûment la participation légitime des actionnaires et l'exercice des droits fondamentaux des investisseurs.

Les décisions *NorthWest Copper* et *DIRTT* ont toutes deux veillé à protéger la participation courante des actionnaires, et la Proposition va à l'encontre de cette protection. Dans *NorthWest Copper*, le groupe d'experts a expressément (et à juste titre, selon nous) mis en balance l'obligation de déclaration liée aux blocs d'actionnaires et la libre circulation des échanges entre actionnaires :

« [Traduction] La déclaration de l'information relative aux blocs d'actionnaires est importante, mais il en va de même pour la libre circulation de l'information et des opinions parmi les actionnaires d'une société ouverte. Nous concluons qu'il vaut mieux exiger une preuve suffisamment claire, convaincante et pertinente que les parties agissent de concert — quitte à prendre le risque que, ce faisant, certains groupes passent sous les radars — plutôt que de permettre que l'on se fonde sur des spéculations pour créer un climat qui étouffe la discussion entre les actionnaires » (au par. 204).

Le groupe d'experts dans *DIRTT* a fait le même constat en termes d'« [traduction] effet dissuasif », avertissant que les investisseurs « [traduction] pourraient hésiter à investir dans une société ou à critiquer sa direction par crainte d'être accusés de conduite abusive simplement parce que l'approche d'un autre investisseur s'est déroulée à un moment similaire ou a soulevé des préoccupations similaires » (au par. 210). Un critère qui repose sur une présomption d'acquisition, entraînant immédiatement une obligation de déclaration et une interdiction provisoire d'opérations dès le moment où une relation d'allié est alléguée « [traduction] avoir débuté », va directement à l'encontre de cette politique. Cela transformerait un dialogue courant et sain entre les actionnaires en une situation présentant un risque lié à l'obligation de déclaration, décourageant précisément l'engagement que les ACVM cherchent par ailleurs à encourager dans les Propositions. Cette préoccupation est particulièrement aiguë lorsque les actionnaires coordinateurs exercent des droits fondamentaux en matière de démocratie d'entreprise, à savoir le droit de se concerter et de voter pour la nomination ou la destitution d'administrateurs (l'un des rares droits fondamentaux dont jouissent encore les actionnaires, la plupart des décisions en matière de gouvernance relevant désormais des émetteurs), ce que le groupe d'experts dans *NorthWest Copper* a qualifié comme étant d'une « [traduction] importance cruciale » (au par. 211) et qui ne devrait pas être réduit à une présomption d'« acquisition » de titres.

Nous estimons également que la Proposition instaurerait un régime plus contraignant pour les investisseurs au Canada, comparativement aux règles en vigueur et récemment modifiées aux États-Unis concernant la déclaration relative à la propriété véritable et la « [traduction] formation de groupes », et qu'elle irait à l'encontre des points de vue similaires exprimés par la SEC à ce

sujet. Dans son Règlement définitif du 10 octobre 2023 intitulé *Modernization of Beneficial Ownership Reporting*, la SEC a précisé que les communications courantes entre actionnaires ne constituent pas une « [traduction] formation de groupe » (*group formation*) au sens juridique en vertu des paragraphes 13(d)(3) et 13(g)(3), et a explicitement déclaré que ses orientations visaient à protéger la libre circulation de l'information et à promouvoir l'engagement des actionnaires, reconnaissant l'importance de l'activisme pour la responsabilisation des marchés, tout en offrant des mesures de protection liées à l'engagement conjoint avec la direction et les initiatives en matière de vote. Le fait de présumer que les investisseurs dans des sociétés canadiennes – dont bon nombre sont établis aux États-Unis, y compris des actionnaires activistes américains – doivent respecter des obligations de déclaration au Canada dès la formation d'une relation d'allié, malgré l'absence de toute acquisition ou opération qui, autrement, déclencherait l'application de l'obligation de déclaration – nuirait à la compétitivité de nos marchés des capitaux, créerait une divergence inutile entre des régimes de déclaration liée à la propriété véritable par ailleurs très similaires, freinerait l'engagement et le dialogue des investisseurs et, en fin de compte, risquerait de mettre de nombreuses sociétés canadiennes à l'abri d'activités légitimes menées par les actionnaires visant à rendre les marchés canadiens plus efficaces, plus efficaces, plus concurrentiels et plus attrayants, et à améliorer le rendement des émetteurs assujettis, dans l'intérêt de tous les actionnaires.

La Proposition se prête à des abus tactiques; ce que les décisions *NorthWest Copper* et *DIRTT* avaient contribué à atténuer.

L'abus tactique découlant des Propositions ne constitue pas un risque abstrait. Ces deux décisions découlent du fait que le conseil d'administration en place a utilisé de manière tactique l'allégation de formation d'une relation d'« allié » (*joint actor*), apparemment dans le but de priver les actionnaires dissidents de leurs droits et de consolider son emprise. Dans *NorthWest Copper*, la requête, qui a été rejetée, a été considérée comme une tentative de dernière minute visant à remporter une course aux procurations en privant les actionnaires de leurs droits; le groupe d'experts a reconnu que « [traduction] tout préjudice potentiel pour les investisseurs découlant de la non-déclaration aurait pu être corrigé par une ordonnance de déclaration », et a refusé les mesures « draconiennes » de vote et d'interdiction d'effectuer des opérations que l'émetteur recherchait (aux par. 208, 211). Dans *DIRTT*, le groupe d'experts de l'ASC est allé plus loin, exprimant sa « [traduction] consternation que DIRTT ait déposé la requête, car elle était mal conçue et constituait une utilisation imprudente des ressources de DIRTT » (au par. 3), concluant que « [traduction] seule la conduite de DIRTT soulevait des préoccupations d'intérêt public », et faisant observer que le conseil d'administration « [traduction] avait pris des mesures pour faire échouer la Réquisition et pour discréditer les personnes concernées », en les qualifiant à plusieurs reprises d'« alliés » (au par. 211).

Un critère fondé sur une présomption d'acquisition dès le début de la relation offrirait aux émetteurs et aux initiateurs rivaux un nouveau levier plus précoce : une incitation à qualifier des interactions ordinaires de « début » d'une relation d'allié afin de forcer une déclaration prématurée, ou à fabriquer un prétendu manquement à l'obligation de déclaration pour attaquer des adversaires perçus comme militant en faveur d'un changement au bénéfice de tous les actionnaires. Le critère existant fondé sur une acquisition, combiné aux normes et orientations très utiles établies dans *NorthWest Copper* et *DIRTT*, est bien plus à l'abri de ce genre de manœuvres, précisément parce qu'il repose sur un événement objectif et observable.

La proposition pourrait nécessiter la déclaration prématurée des discussions et des arrangements préliminaires du consortium et des initiateurs conjoints

Les conséquences des paragraphes 5.1(4) et 5.1(5) proposés ne se limitent pas au contexte de l'engagement des actionnaires. Elles s'appliqueraient également, et à notre avis de manière particulièrement marquée, aux offres de consortiums, aux ententes de club et aux autres propositions d'acquisition conjointes, qui constituent un élément bien établi et bénéfique de la pratique canadienne en matière de F&A. L'alinéa 1.9(1)a) [par. b] du Règlement 62-104 prévoit que sont réputées agir de concert, les personnes qui, par l'effet d'une convention, entendent exercer de concert avec les autres personnes les droits de vote rattachés aux titres ou entendent acquérir ou offrir d'acquérir des titres de concert. Deux parties ou plus qui conviennent d'explorer ou de poursuivre une offre conjointe deviennent donc des alliés au moment même où elles conviennent de collaborer, ou peu après, et généralement bien avant qu'une offre soit présentée, qu'un accord définitif ne soit signé ou que des titres ne soient acquis. Lorsque chacune d'elles détient des titres de la société cible – comme c'est souvent le cas lorsqu'un consortium est constitué autour d'un actionnaire important existant ou d'un partenaire stratégique ayant déjà pris pied dans la société – et que la somme de leurs participations atteint 10 % d'une catégorie de titres, la Proposition considérerait que chacun d'entre eux a acquis les titres de tous les autres à ce moment-là, et exigerait la publication immédiate d'un communiqué de presse, d'une déclaration selon le système d'alerte ainsi que le respect des dispositions relatives à l'interdiction provisoire d'opérations prévues à la Partie 5 du Règlement 62-104.

L'information qui devrait alors être déclarée ne se limite pas au simple fait de la relation. La rubrique 5 de l'Annexe 62-103A1 exige qu'un acquéreur décrive tout projet ou toute intention qu'il ou tout allié pourrait avoir et qui se rapporterait ou conduirait, entre autres, à l'acquisition de titres supplémentaires de l'émetteur, à une opération structurelle telle qu'une fusion, une restructuration du capital ou une liquidation, ou à un changement dans la composition du conseil d'administration ou de la direction de l'émetteur. Un consortium constitué dans le but d'étudier ou de présenter une proposition en vue de l'acquisition de l'émetteur devrait le déclarer. La Proposition obligerait donc à rendre publique une proposition d'acquisition envisagée dès la phase la plus précoce et la plus délicate de son élaboration : avant la vérification diligente, avant que le financement ait été mis en place ou confirmé, avant toute prise de contact avec le conseil d'administration de la société cible, et avant même que les parties elles-mêmes ne sachent si elles iront de l'avant ou non. Un seul initiateur se trouvant exactement dans la même situation – envisageant exactement la même opération et détenant exactement le même nombre de titres – ne serait soumis à aucune obligation de déclaration tant qu'il n'aurait pas acquis de titres ou lancé une offre. Cette obligation découlerait uniquement du fait que l'initiateur potentiel a un partenaire.

Les conséquences de cette asymétrie sont importantes et elles pèsent autant sur les porteurs de titres que sur les parties. La déclaration d'une intention préliminaire, conditionnelle et entièrement incertaine a une utilité limitée pour le marché au moment où elle est faite et est susceptible d'être inexacte ou trompeuse si la proposition n'est finalement pas mise en œuvre. On peut s'attendre à ce qu'elle ait une incidence sur le cours de l'action de la société cible, augmente les coûts de l'opération même que la déclaration décrit et, dans de nombreux cas, empêche cette opération de se concrétiser selon des modalités acceptables pour le consortium, voire l'empêche tout simplement de se réaliser. Elle favorise l'apparition d'intervenants indésirables, de positions d'arbitrage et d'opérations motivées par les rumeurs avant même que le consortium n'ait achevé le travail nécessaire pour déterminer s'il convient de présenter une proposition et, en fin de compte, de la formuler. Et elle place les membres du consortium en situation de conflit direct avec les obligations de confidentialité qui leur incombent les uns envers les autres ainsi qu'envers leurs bailleurs de fonds et, lorsqu'une approche a déjà été suivie, envers la société cible elle-même, et

peut, essentiellement, les contraindre à déclarer de l'information importante non rendue publique par la société cible, à savoir l'existence d'une possible opération. Comme nous l'avons fait observer ci-dessus en ce qui concerne les indications proposées sur les projets et les intentions, un déposant selon le système d'alerte ne dispose pas d'un mécanisme analogue à la déclaration de changement important confidentielle offert à un émetteur assujéti en vertu de la Partie 7 du Règlement 51-102; une fois applicable, l'obligation est une obligation inconditionnelle de déposer une déclaration publique.

Le paragraphe 5.1(5) proposé aggrave encore la situation. Si le consortium ne va pas de l'avant – les membres ne parviennent pas à s'entendre sur le prix ou la structure, le financement ne peut pas être obtenu, la vérification diligente ne donne pas de résultats satisfaisants, ou le conseil d'administration de la société cible refuse de prendre une décision – la relation d'allié prendrait fin et chaque membre serait réputé avoir cédé les titres des autres, ce qui déclencherait l'obligation de publier des communiqués de presse et déclarations supplémentaires. Le marché serait informé, étape par étape et en temps réel, qu'un groupe s'était constitué pour envisager une opération et que le groupe s'est désintégré, alors qu'aucun titre n'a changé de mains et qu'aucune opération n'a jamais été proposée publiquement. Une telle déclaration est, au mieux, peu instructive et risque davantage d'induire activement en erreur quant aux perspectives de l'émetteur. Elle fournirait également aux émetteurs, aux initiateurs rivaux et à d'autres parties adverses un dossier public d'une tentative infructueuse qui pourrait être facilement utilisé à des fins tactiques dans le cadre de tout processus ultérieur, ce qui correspond à la même préoccupation que celle que nous avons soulevée plus haut concernant l'utilisation abusive, à des fins tactiques, d'allégations d'alliés en général.

On peut s'attendre à ce que, face à une règle de ce genre, les parties s'adaptent à celle-ci plutôt que de s'y conformer comme le souhaitent les ACVM. Les membres potentiels du consortium peuvent reporter toute convention ou tout engagement ou accord entre eux jusqu'au dernier moment possible, au détriment de la vérification diligente, du financement et de la négociation qu'exige une proposition bien préparée; peuvent restructurer l'arrangement de manière à ce qu'un seul membre soit le seul initiateur, les autres ne participant que par l'entremise d'engagements en capitaux propres documentés après la signature; ou peuvent simplement refuser de présenter une offre d'alliés visant des sociétés cibles canadiennes. Aucune de ces situations n'est dans l'intérêt des porteurs de titres, et chacune d'entre elles réduit le nombre et la qualité des propositions reçues par les émetteurs canadiens. Les ententes de consortium et en circuit fermé constituent souvent le seul moyen viable de rassembler les capitaux nécessaires pour des opérations canadiennes de grande envergure, en particulier lorsque des fonds de pension canadiens et des investisseurs privés participent aux côtés d'un partenaire stratégique; le régime ne devrait pas pénaliser cette structure par rapport à une structure à initiateur unique qui soulève des considérations de politique identiques.

Nous tenons à souligner que le régime actuel répond déjà à la préoccupation sous-jacente en matière de déclaration de l'information dès le moment où celle-ci devient importante pour les porteurs de titres. Si des membres d'un consortium acquièrent des titres et que, cumulativement avec leurs avoirs existants, leur pourcentage dépasse 10 %, ils seront tenus, en règle générale, de déposer une déclaration selon le système d'alerte. Si le consortium lance une offre d'acquisition qui aurait pour effet de lui faire détenir 20 % ou plus, le régime des offres publiques d'achat s'applique; les titres de tous les alliés sont regroupés conformément à la définition de « titres de l'initiateur » à l'article 1.1 du Règlement 62-104, et l'Annexe 62-104A1 exige la déclaration de l'identité de l'initiateur et des personnes agissant de concert avec lui. Si le consortium conclut une convention définitive avec l'émetteur, ce dernier est alors tenu de respecter ses obligations d'information continue. Dans chaque cas, le marché reçoit l'information

à un moment où les porteurs de titres peuvent agir en conséquence, ce qui est l'objectif du régime. Ce que la Proposition ajouterait, c'est une obligation de déclaration à un stade où les porteurs de titres n'ont encore aucune décision à prendre.

En conséquence, nous recommandons que les paragraphes 5.1(4) et 5.1(5) proposés ne soient adoptés sous aucune forme.

La Proposition est incompatible avec le traitement réservé par les ACVM aux dérivés équivalents à des actions ainsi qu'avec le régime des offres publiques d'achat

La Proposition est également difficile à concilier avec le traitement que les ACVM réservent au même concept dans le cadre du régime des offres publiques d'achat. Comme le confirme l'Avis, la présomption prévue aux paragraphes 5.1(4) et 5.1(5) proposés ne s'appliquerait qu'aux fins des obligations de déclaration selon le système d'alerte prévues à la Partie 5 du Règlement 62-104, et l'établissement d'une relation d'allié ne constituerait pas, en soi et en l'absence d'une acquisition ultérieure, une offre publique d'achat, même lorsque les alliés détiennent collectivement 20 % ou plus d'une catégorie de titres, ou exercent une emprise sur un tel pourcentage de titres. Nous sommes d'accord avec cette restriction. Nous ne pensons toutefois pas que sa logique puisse se limiter à la Partie 5. Le seuil des offres publiques d'achat n'est atteint que lorsqu'il y a une « offre d'acquisition », et les titres des alliés sont regroupés avec les titres de l'initiateur à la date de l'offre en question. Les ACVM ont donc accepté, dans le même règlement et à l'égard de la même relation, que la simple formation d'une relation d'allié ne constitue pas une acquisition et ne doit pas être traitée comme telle – même si, dans ce cas précis, la participation collective atteint le double du seuil de déclaration selon le système d'alerte et que les enjeux stratégiques, correspondant à un changement de contrôle éventuel, sont à leur plus haut niveau.

Cette concession est, avec égards, difficile à concilier avec la Proposition. Si la formation d'une relation d'allié entre les porteurs de 20 % ou plus de titres ne justifie pas d'être considérée comme une acquisition aux fins des offres publiques d'achat, nous ne voyons pas pourquoi la formation d'une telle relation entre les porteurs de 10 % ou plus des titres devrait être considérée comme une acquisition aux fins du système d'alerte. Cette distinction ne peut reposer sur le critère de l'importance relative; au contraire, c'est la constitution d'un bloc de 20 % de titres qui constitue l'événement le plus marquant sur le marché. Elle ne peut pas non plus reposer sur la nature du comportement, qui est identique dans chaque cas. La différence réside dans le fait que le régime des offres publiques d'achat repose sur un événement objectif et vérifiable de façon externe, à savoir une offre d'acquisition, et que les ACVM ont, à juste titre, refusé de remplacer ce critère objectif par un critère de formation d'une relation qui ne serait déterminée qu'*a posteriori*. Le régime de déclaration selon le système d'alerte repose sur la même architecture, pour les mêmes raisons, et selon nous, il devrait rester inchangé pour ces mêmes raisons.

La Proposition créerait également une anomalie difficile à expliquer aux participants du marché et à leurs conseillers : un groupe considéré comme ayant acquis des titres, devant annoncer publiquement cette acquisition et observer une interdiction provisoire d'opérations en vertu de la Partie 5 du Règlement 62-104, tout en étant simultanément considéré comme n'ayant rien acquis en vertu de la Partie 2 du même règlement. Des dispositions prévoyant une présomption qui s'appliquent différemment selon les parties d'un même règlement, en ce qui concerne un seul concept défini, sont précisément le type de piège technique que les Propositions visent par ailleurs à éliminer.

Ailleurs dans les Propositions, les ACVM ont refusé d'exiger le regroupement général de la propriété véritable et des intérêts financiers, y compris s'agissant des dérivés équivalents à des actions, aux fins du critère d'application du système d'alerte, estimant qu'elles « [n'ont] aucune preuve de l'utilisation inappropriée ou abusive de dérivés sur nos marchés des capitaux de façon régulière » sur les marchés canadiens, et que le regroupement « pourrait imposer un fardeau disproportionné par rapport aux préoccupations éventuelles ». Nous sommes tout à fait d'accord avec cette retenue, comme en témoignent nos commentaires sur l'exigence d'une information plus complète sur les dérivés. Dans cette optique, l'exigence d'une information plus complète sur le risque financier que proposent les ACVM est limitée aux situations où une circulaire est requise dans le cas des démarches visant à obtenir le contrôle, et non aux accumulations ordinaires de participations.

La proposition visant la présomption de l'existence d'une relation d'allié va dans le sens inverse. Elle élargit le critère d'application du système d'alerte, s'étend aux comportements antérieurs à la distribution d'une circulaire et d'une offre, et impose un critère fondé sur une analyse rétrospective et contraignant, le tout sans preuve d'un problème réel sur le marché que les ACVM (à juste titre) exigeaient avant de refuser de regrouper les dérivés. Pour des raisons similaires, les ACVM ne sont pas prêtes à regrouper le propre risque financier d'un porteur par l'entremise de dérivés lors de la constitution d'une participation; nous ne croyons donc pas qu'il soit approprié de présumer l'existence d'une acquisition pure et simple, et d'exiger le dépôt immédiat d'une déclaration dès qu'une relation d'allié est réputée s'être formée. Il conviendrait de concilier ces deux positions en faveur de l'approche plus mesurée adoptée par les ACVM à l'égard des dérivés dans le contexte des offres publiques d'achat.

Pour les raisons susmentionnées, nous recommandons que les paragraphes 5.1(4) et 5.1(5) proposés ne soient pas adoptés. Le critère d'application existant, à savoir une acquisition effective portant la participation regroupée des alliés à 10 % ou plus, est clair, objectif et applicable; il établit l'équilibre approprié, approuvé par le groupe d'experts dans l'affaire *NorthWest Copper*, entre la transparence et la libre expression de l'engagement des actionnaires.

Si la préoccupation sous-jacente des ACVM est que des blocs coordonnés de 10 % ou plus soient transparents dans le cadre de véritables démarches visant à obtenir le contrôle ou l'influence, il vaut mieux répondre à cette préoccupation par un événement déclencheur objectif lié à une conduite réelle (p. ex., une acquisition, le lancement d'une offre publique d'achat ou le dépôt d'une demande ou d'une circulaire par des personnes qui sont en fait des alliés) plutôt que par la simple formation d'une relation. Un critère d'application fondé sur une circulaire ou sur une offre garantirait également que, comme dans l'affaire *DIRTT*, les porteurs de titres reçoivent l'information importante à temps pour prendre leurs décisions en matière de dépôt de leurs titres ou de vote, ce qui constitue l'objectif sous-jacent du régime. Toutefois, dans de tels contextes, nous suggérons également que les ACVM examinent quelles obligations d'information correspondantes devraient incomber à l'émetteur lorsque de tels événements se produisent, plutôt que d'imposer toutes les obligations d'information à l'acquéreur. Par exemple, si un acquéreur est assujéti à une obligation de déclaration selon le système d'alerte lorsqu'il demande la tenue d'une assemblée ou, disons, lorsqu'il dépose une circulaire, visant l'élection de candidats dissidents au poste d'administrateur, l'émetteur ne devrait-il pas avoir une obligation d'information correspondante afin que toute information qu'un acquéreur est tenu de fournir à l'émetteur – comme l'information concernant les candidats soumise conformément à un règlement relatif aux préavis adopté par l'émetteur – soit pleinement et précisément communiquée par l'émetteur dans ses documents d'information continue relatifs à cet événement?

À tout le moins, si les ACVM décident néanmoins d'aller de l'avant, nous recommandons que la règle intègre des clauses de sauvegarde et définisse plus clairement les événements déclencheurs, en précisant que les discussions exploratoires, les discussions entre actionnaires concernant la gouvernance, l'activité et les affaires des émetteurs (y compris la mise en candidature ou l'élection des administrateurs), le fait que des actionnaires acceptent d'appuyer des investisseurs dissidents qui militent pour un changement au sein d'un émetteur (comme le soutien à leurs candidats au poste d'administrateur), ainsi que les conventions de vote de soutien, de confidentialité et de moratoire, la vérification diligente conjointe, les sommaires des modalités non contraignants et les discussions relatives au financement dans le cours normal des activités ne donnent pas lieu, en soi, à une présomption d'acquisition, et que l'obligation de déclaration ne naisse qu'en cas d'un réel accord coordonné, engagement ou entente visant une acquisition, l'exercice des droits de vote ou la disposition de titres, le lancement d'une offre, la sollicitation des procurations *conjointe*, ou l'exercice de toute autre manière d'une influence coordonnée sur l'émetteur, et ce, selon un seuil relativement « élevé ».

b) Questions particulières sur lesquelles les ACVM sollicitent des commentaires

Voir nos commentaires ci-dessus, dont plusieurs répondent à la question particulière n° 18 soulevée pour commentaire dans la Proposition.

VII) Modification des dispenses et inscription dans la réglementation de dispenses discrétionnaires courantes – Modifications apportées aux régimes régissant les offres publiques d'achat et les offres publiques de rachat

a) Commentaires généraux

i) Élimination de la dispense pour les achats sur le marché respectant le seuil de 5 %

La justification des ACVM pour l'élimination proposée de la dispense pour les achats sur le marché respectant le seuil de 5 % est conforme aux critiques largement partagées de cette dispense et, par conséquent, nous ne nous opposons pas à son élimination. La justification politique sous-jacente à la dispense pour les achats sur le marché respectant le seuil de 5 % – qui vise à promouvoir la liquidité des titres de l'émetteur visé par une offre d'achat et d'inciter les initiateurs à augmenter le prix offert – a été en quelque sorte limitée par l'ajout, en 2016, de l'obligation de dépôt minimal de 50 % qui ne peut faire l'objet d'une renonciation, puisque les titres acquis sous le régime de cette dispense sont de toute façon exclus du seuil de dépôt minimal de 50 %. De plus, nous partageons également la préoccupation soulevée par les ACVM quant au risque que les initiateurs puissent s'en prévaloir de façon abusive pour contrecarrer les offres concurrentes, une situation qui va à l'encontre des intérêts des porteurs de titres. En effet, comme l'ont déjà noté les autorités canadiennes en valeurs mobilières (voir *Aurora Cannabis Inc. (Re)*, 2018 ONSEC 10), la préoccupation relative à la liquidité ne s'applique souvent que dans le contexte de circonstances qui, par ailleurs, militent en faveur d'une mesure visant à suspendre son utilisation, ou à la supprimer entièrement (comme dans *Falconbridge Ltd (Re)* (2006), 29 OSCB 6783).

Nous notons que les restrictions prévues par la législation américaine en valeurs mobilières ont également, par le passé, compliqué le recours aux achats effectués sous le régime de cette dispense et que l'élimination de celle-ci permet donc d'harmoniser la législation canadienne en valeurs mobilières avec les normes internationales. Notre seule préoccupation réside dans le fait que la suppression de cette dispense réduit la possibilité pour les initiateurs de financer en partie les coûts liés à leur offre grâce à une position postérieure à l'offre, ce qui complique davantage

les incitations pour les initiateurs potentiels. Il s'agit toutefois d'un facteur relativement mineur qui, en pratique, n'est pas susceptible d'avoir une incidence importante sur les considérations d'un initiateur potentiel.

ii) Dispense en faveur de l'émetteur non assujetti des obligations relatives aux offres publiques d'achat ou de rachat

Nous n'avons pour l'instant aucune observation de fond à formuler concernant les Projets de modification des règlements, notamment la dispense en faveur de l'émetteur non assujetti des obligations relatives aux offres publiques d'achat (art. 4.3 du Règlement 62-104) et la dispense en faveur de l'émetteur non assujetti des obligations relatives aux offres publiques de rachat (art. 4.9 du Règlement 62-104), y compris la codification de catégories supplémentaires de personnes exclues pour la condition relative au nombre maximal de porteurs de titres. Nous sommes généralement favorables à ce changement. Nous serions également favorables à une augmentation du seuil de la condition relative au nombre maximal de porteurs de titres pour le faire passer à plus de 50, compte tenu du fait que des dispenses ont été accordées par le passé et que cette mesure reflèterait la complexité accrue des marchés des capitaux publics et privés d'aujourd'hui, où de nombreux émetteurs non assujettis comptent plus de 50 porteurs de titres.

iii) Autres modifications (Indications sur les offres d'achat restreintes, offres publiques de rachat au moyen d'un processus modifié d'adjudication à la hollandaise et enjeux ciblés ou d'ordre administratif)

Voir nos commentaires ci-après sous le titre « *Divers – Proposition d'ajout d'indications à l'IG 62-203* ».

iv) Offres publiques de rachat au moyen d'un processus modifié d'adjudication à la hollandaise – Obligation de prise de livraison en cas de prolongation

Nous appuyons la codification de la dispense de l'Obligation de prise de livraison en cas de prolongation pour les offres publiques de rachat au moyen d'un processus modifié d'adjudication à la hollandaise proposée au paragraphe 2.32(4.1) du Règlement 62-104, ce qui aiderait à résoudre un problème de longue date auquel sont confrontés les émetteurs qui mènent de telles offres publiques de rachat.

v) Offres publiques de rachat – Dépôts proportionnels

Nous soutenons la codification d'une dispense visant à faciliter les dépôts proportionnels dans le cadre des offres publiques de rachat, proposée au paragraphe 2.26(3.1) du Règlement 62-104, ce qui aiderait à résoudre un problème de longue date auquel sont confrontés les émetteurs qui mènent de telles offres publiques de rachat.

vi) Offres publiques de rachat – Acquisition de titres convertibles pendant la durée d'une offre publique de rachat

Nous n'avons pour l'instant aucune observation de fond à formuler concernant la modification proposée au paragraphe 2.3(2) du Règlement 62-104 concernant l'acquisition de titres convertibles pendant une offre publique de rachat, qui nous semble appropriée dans son orientation.

b) Questions particulières sur lesquelles les ACVM sollicitent des commentaires

Voir nos commentaires ci-dessus, dont certains répondent aux questions particulières n° 19 et 20 sur lesquelles des commentaires sont sollicités dans la Proposition.

VIII) Divers – Proposition d'ajout d'indications à l'IG 62-203

a) Commentaires généraux

Nos commentaires particuliers sur certaines des indications proposées relativement à l'IG 62-203 concernant les offres d'achat restreintes, la « date de l'offre », les rachats de titres effectués à l'étranger, le pouvoir de protection de l'intérêt public et le fait d'agir de concert dans le contexte de sollicitations de procurations sont énoncés ci-après, selon le cas.

i) Rachats de titres effectués à l'étranger

Nous appuyons la précision apportée par les Projets de modification des règlements quant à la manière dont les obligations relatives aux offres publiques de rachat s'appliquent aux rachats de titres effectués à l'étranger, et en particulier les indications selon lesquelles un rachat auprès d'un porteur de titres qui n'est ni au Canada ni résident du Canada, effectué conformément à la nouvelle dispense pour rachats sélectifs, ne soulèvera généralement pas de préoccupations relatives à la protection de l'intérêt public. Cela correspond à notre propre expérience. Dans le cadre d'un placement de billets convertibles aux États-Unis par un émetteur assujéti ne disposant d'aucun marché de négociation au Canada, nous avons obtenu l'assurance du personnel qu'il n'interviendrait pas pour faire respecter les obligations relatives aux offres publiques de rachat aux rachats d'actions effectués dans le cadre de l'exercice d'une option d'achat plafonnée et couverte conclue pour couvrir l'effet dilutif des billets, étant donné que les contreparties à l'option d'achat étaient des institutions financières résidant à l'extérieur du Canada. Le personnel a toutefois expressément refusé d'accorder cette assurance à une opération par ailleurs identique faisant intervenir une contrepartie résidant au Canada, ce qui aurait nécessité une dispense et une évaluation distincte — une dispense que les délais d'un financement sur le marché n'auraient pas permis d'obtenir.

Nous estimons, avec égards, que le lieu de résidence de la contrepartie à l'opération de couverture ne constitue pas une distinction importante du point de vue de la protection des investisseurs. Une option d'achat couverte ou plafonnée, réalisée pour couvrir la dilution des billets convertibles, constitue un élément faisant partie intégrante et conforme au principe de la pleine concurrence d'un financement, plutôt qu'un transfert sélectif de capital : aucune contrepartie supplémentaire n'est payable par l'émetteur à l'exercice de l'option, toutes les actions remises à l'émetteur sont annulées, et la structure réduit la dilution pour les porteurs de titres publics de l'émetteur — de sorte qu'elle leur bénéficie plutôt qu'elle ne leur nuit. Que la banque contrepartie soit située à New York, à Toronto ou ailleurs au Canada, n'a aucune incidence sur la position de ces porteurs de titres. Nous recommandons donc que les ACVM i) confirment dans l'instruction complémentaire que ces rachats de dérivés intégrés au financement s'inscrivent dans la perspective de non-intervention énoncée dans les indications relatives aux rachats de titres effectués à l'étranger, ii) de préférence, suppriment la condition relative à la résidence de la contrepartie afin que les institutions financières canadiennes puissent agir en tant que contreparties sur un pied d'égalité avec leurs homologues étrangères. Cette dernière modification contribuerait directement à la réalisation de l'objectif déclaré des ACVM visant à renforcer la compétitivité des marchés des capitaux canadiens, et permettrait d'éviter la situation anormale où les émetteurs canadiens seraient tenus de se procurer ces instruments de couverture exclusivement à l'étranger, au détriment des banques canadiennes.

ii) Pouvoir d'intervention dans l'intérêt public en matière de dérivés équivalents à des actions

Voir nos commentaires généraux ci-dessus sous le titre « *Bonification de l'information sur les dérivés équivalents à des actions dans des cas précis – Commentaires généraux – Nouvelles indications portant sur l'information sur les dérivés et l'utilisation qui est faite de ceux-ci* ».

iii) Agir de concert dans les sollicitations de procurations

Voir nos commentaires généraux ci-dessus sous le titre « *Critères d'application du système d'alerte et seuils de déclaration – Acquisition réputée au début d'une relation d'allié – Commentaires généraux – Acquisitions réputées – Titres des alliés* ».

iv) Offres d'achat restreintes

Nous appuyons la décision des ACVM de mettre à jour leurs lignes directrices du personnel quant aux offres d'achat restreintes. Les offres d'achat restreintes occupent une place légitime et bien établie sur les marchés des capitaux canadiens, et les principales lignes directrices existantes, l'Avis 61-301 du personnel des ACVM – *Lignes directrices du personnel quant aux offres d'achat restreintes* (l'**AP 61-301**), datent de plus de 25 ans et ne traitent que d'un sous-ensemble des questions soulevées dans la pratique. Toutefois, nous sommes également conscients que les offres d'achat restreintes peuvent, dans certaines circonstances, être mal utilisées, contraignantes ou autrement susceptibles de porter préjudice aux actionnaires.

À notre avis, toutefois, le nouvel article 2.18 proposé de l'IG 62-203 est peu utile et peu susceptible d'atteindre l'objectif des ACVM. Avec égards, nous estimons que ce texte est formulé de manière trop générale pour offrir aux initiateurs, aux émetteurs, aux porteurs de titres et à leurs conseillers des lignes directrices utiles concernant les offres d'achat restreintes, et qu'il omet en outre de fournir d'autres indications ou précisions indispensables. Parallèlement, il fait appel aux mécanismes du régime formel des offres publiques d'achat, dont l'Annexe 62-104A1, d'une manière générale qui risque d'imposer des obligations disproportionnées et souvent inadaptées dans le contexte d'une opération qui, par définition, ne relève pas du régime bien établi et recalibré des offres publiques d'achat. Nous expliquons ci-après et recommandons une approche plus ciblée, qui allie des principes clairs à des attentes précises et adaptées au contexte, en nous appuyant notamment sur les lignes directrices publiées par la SEC.

Nous estimons également que l'IG 62-203 n'est pas le cadre approprié pour des lignes directrices relatives aux offres d'achat restreintes, puisque ce type d'offre n'est ni une offre publique d'achat ni une offre publique de rachat. L'article 2.18 proposé soulève également une incertitude quant à la manière dont il s'articulera avec l'AP 61-301. Nous suggérons donc que les ACVM profitent de cette occasion pour revoir, mettre à jour et, idéalement, remplacer l'AP 61-301 dans son intégralité par de nouvelles lignes directrices adaptées, ou s'engagent à le faire dans un avenir proche, en dehors des Projets de modification des instructions générales.

Nos commentaires sur l'article 2.18 proposé de l'IG 62-203 sont les suivants :

Les offres d'achat restreintes remplissent des fonctions légitimes sur le marché.

Les lignes directrices devraient reconnaître et préserver les fonctions légitimes que les offres d'achat restreintes peuvent remplir. Par exemple, une offre d'achat restreinte peut procurer aux porteurs de titres de la liquidité, y compris ceux qui détiennent moins d'un « lot régulier » ou d'autres petites positions et qui, autrement, risqueraient de devoir assumer des frais de courtage

disproportionnés en cas de vente. Elles permettent aussi aux investisseurs de se constituer une position dans un émetteur assez rapidement, tout en restant en deçà du seuil de 20 % qui déclenche les obligations formelles relatives aux offres publiques d'achat, ce qui peut s'avérer important pour favoriser la réalisation d'autres objectifs légitimes. Les offres d'achat restreintes ont également été utilisées au Canada comme des outils légitimes dans le cadre d'offres publiques d'achat formelles et d'opérations de regroupement d'entreprises, notamment pour obtenir un prix plus élevé pour les porteurs de titres visés, ou autrement pour influencer ou perturber une opération concurrente. Les démarches de 2019 visant à obtenir le contrôle de Transat A.T. Inc. en est un bon exemple. Dans le cadre de ces démarches, Group Mach Acquisition Inc. avait lancé une offre d'achat restreinte structurée pour rester en deçà du seuil de 20 % applicable aux offres publiques d'achat dans le but d'obtenir de meilleures conditions pour les actionnaires dans le cadre du projet d'acquisition de Transat par Air Canada. Bien que le Tribunal administratif des marchés financiers du Québec ait jugé l'offre d'achat restreinte contraire à l'intérêt public, dans cette affaire, et ait interdit à Group Mach de prendre livraison de quelques titres déposés que ce soit, cette offre d'achat restreinte a néanmoins contribué avec succès à ce qu'Air Canada augmente son prix d'offre pour le faire passer de 13 \$ à 18 \$ l'action.

Les lignes directrices qui considèrent les offres d'achat restreintes comme étant intrinsèquement suspectes, ou qui leur appliquent de façon générale les obligations formelles des offres publiques d'achat sans tenir compte de ces utilisations légitimes, risquent de décourager des comportements qui profitent aux porteurs de titres et favorisent l'efficacité du marché. Nous craignons également que l'article 2.18 figurant dans les Propositions ne semble pas aussi bien élaboré que d'autres aspects de celles-ci. Si les ACVM estiment que les offres d'achat restreintes justifient une réglementation supplémentaire, nous pensons qu'elles devraient examiner de manière plus approfondie la question de savoir en quoi ces offres diffèrent, tant sur le fond que sur leur mise en œuvre, des offres publiques d'achat formelles, et élaborer un régime qui leur est propre, adapté et compréhensible, plutôt que de leur appliquer de manière générale les règles relatives aux offres publiques d'achat. En traitant les offres d'achat restreintes comme s'il s'agissait d'offres publiques d'achat, les lignes directrices proposées risquent d'accroître, plutôt que d'atténuer, la confusion que l'AP 61-301 visait à prévenir, notamment le risque qu'un porteur de titres présente par inadvertance une offre d'achat restreinte en croyant à tort qu'il s'agit d'une offre publique d'achat formelle. Nous encourageons donc les ACVM à approfondir leurs lignes directrices et à se concentrer sur les véritables préoccupations en matière de protection des investisseurs – à savoir le risque que les porteurs de titres déposent leurs titres par erreur, inadvertance, méprise ou coercition – sans pour autant entraver indûment l'activité légitime décrite ci-dessus.

Les lignes directrices proposées dans les Propositions sont trop générales.

L'article 2.18 proposé de l'IG 62-203 prévoit que « toutefois, comme [l'offre publique d'achat], [une offre d'achat restreinte] implique la prise d'une décision par les porteurs relativement au dépôt de leurs titres. Par conséquent, certains des principes qui sous-tendent le régime d'offres publiques devraient être appliqués aux offres d'achat restreintes. », puis il est indiqué de manière générale que les porteurs de titres à qui l'offre d'achat restreinte est présentée, devraient recevoir un traitement égal, se voir offrir une contrepartie identique, disposer d'un délai raisonnable pour examiner les conditions de l'offre et recevoir l'information adéquate pour prendre une décision éclairée quant à l'acceptation ou au refus de l'offre. Il est aussi mentionné que le caractère suffisant ou non du délai et de l'information donnée aux porteurs de titres « dépendra des circonstances de l'offre d'achat restreinte ». Bien que nous ne contestions pas ces principes en théorie, nous estimons qu'ils restent trop vagues pour être utiles ou appliqués de manière cohérente. À un tel niveau d'abstraction, les lignes directrices offrent peu d'orientation pratique

sur la manière de mener une offre d'achat restreinte conforme et donnent par conséquent aux émetteurs et aux porteurs de titres peu de certitude quant à ce à quoi s'attendre. Des lignes directrices vagues se prêtent également à une application incohérente, un problème aggravé par l'absence de toute clarté sur la manière dont les nouvelles lignes directrices doivent être interprétées conjointement avec l'AP 61-301.

Il n'est pas approprié d'appliquer de manière générale les règles relatives aux offres publiques d'achat aux offres d'achat restreintes.

Nous sommes préoccupés par le traitement et l'application proposée de l'Annexe 62-104A1 aux offres d'achat restreintes dans les lignes directrices. L'article 2.18 proposé prévoit que, « dans le cas d'une [offre publique d'achat], le règlement prévoit un délai minimal de dépôt de 35 jours, et l'Annexe 62-104A1, *Note d'information relative à une offre publique d'achat* précise l'information que les autorités en valeurs mobilières ont jugé pertinente pour les porteurs dans la prise d'une décision relative au dépôt de leurs titres », et cite l'Annexe 62-104A1 comme étant mentionnée « à titre indicatif » s'agissant de l'information à fournir dans une offre d'achat restreinte. Nous comprenons bien qu'il s'agit là d'une indication plutôt que d'une norme obligatoire. Cependant, par définition, les offres d'achat restreintes ne sont pas des offres publiques d'achat; or, le fait de prendre l'Annexe 62-104A1 comme point de référence risque, en pratique, de susciter l'attente selon laquelle l'initiateur d'une offre d'achat restreinte est censé fournir, pour son offre d'achat restreinte, un niveau d'information équivalent à celui exigé dans une circulaire d'information relative à une offre publique d'achat. À notre avis, cette attente n'est ni justifiée ni raisonnable, compte tenu notamment de la rareté des offres d'achat restreintes et à la lumière de la jurisprudence antérieure et des lignes directrices formulées à ce sujet.

Le Règlement 62-104 établit un seuil clair pour une offre publique d'achat : une offre visant l'acquisition de titres comportant droit de vote en circulation qui, ajoutés aux titres déjà détenus par l'initiateur et ses alliés, ferait en sorte que l'initiateur détiendrait 20 % ou plus des titres en circulation de la catégorie donnée. En revanche, une offre d'achat restreinte, telle que définie dans l'article 2.18 proposé (définition qui est, selon ce que nous avons pu constater, différente de celle indiquée dans l'AP 61-301), est inférieure à ce seuil et n'est pas assujettie aux obligations prévues à la Partie 2 du Règlement 62-104.

Comme le reconnaissent les ACVM dans l'AP 61-301 et l'article 2.18 proposé, une offre d'achat restreinte n'est, par définition, pas une offre publique d'achat. Nous estimons donc que l'application proposée de l'intégralité de l'Annexe 62-104A1, soit la note d'information requise pour une offre publique d'achat, ne constitue pas la mesure appropriée pour assurer une communication adéquate de l'information requise dans le cadre d'une offre d'achat restreinte.

La justification déclarée des ACVM est que « comme [l'offre publique d'achat], [une offre d'achat restreinte] implique la prise d'une décision par les porteurs relativement au dépôt de leurs titres ». Avec égards, nous ne partageons pas entièrement ce raisonnement. De nombreuses opérations régies par la législation en valeurs mobilières exigent qu'un investisseur prenne une décision d'investissement ou de cession de titres, mais la forme et l'ampleur prescrites de l'information à communiquer varient considérablement selon la nature, l'ampleur et les conséquences de l'opération. Ce point est illustré dans le contexte des décisions d'investissement prises par les investisseurs : un investisseur qui décide d'acheter ou non des titres dans le cadre d'un placement privé prend une décision d'investissement tout aussi réelle que celle d'un investisseur qui achète des titres en vertu d'un prospectus. Pourtant, nous n'invitons pas les émetteurs qui

procèdent à des placements privés à se reporter à l'Annexe 44-101A1 et ne leur demandons pas de fournir un niveau d'information comparable à celui d'un prospectus pour ces placements.

L'obligation d'information devrait être adaptée à la nature de l'opération et aux préoccupations de politique qu'elle soulève, et le même raisonnement devrait s'appliquer aux offres d'achat restreintes. Considérer une offre d'achat restreinte comme nécessitant la communication d'une information comparable à celle d'une note d'information relative aux offres publiques d'achat parce qu'une décision de dépôt de titres est en jeu, n'est, à notre avis, pas approprié et imposerait des obligations d'information disproportionnées par rapport à la nature d'une opération telle qu'une offre d'achat restreinte.

De plus, bon nombre d'éléments d'information exigés par l'Annexe 62-104A1 ne s'**appliquent que très peu, voire pas du tout, à une offre d'**achat restreinte et imposeraient un fardeau réel et disproportionné, en plus d'être source de confusion si on devait les considérer comme la norme à remplir sur le plan de l'information. Par exemple, chacun des éléments suivants est pertinent dans le contexte d'une offre publique d'achat formelle, d'une opération visant le contrôle, mais a une pertinence limitée dans le cas d'une offre d'achat restreinte, où l'offre vise un petit pourcentage d'une catégorie d'actions qui ne confère pas le contrôle : Rubrique 7 (Opérations sur les titres de l'émetteur visé), Rubrique 9.1 (Obligation de dépôt minimal et prolongation obligatoire), Rubrique 17 (Objet de l'offre), rubrique 18 (Évaluations), Rubrique 20 (Droits de retrait et droits d'acquisition), Rubrique 22 (Approbation de la note d'information), Rubrique 23 (Autres faits importants) et Rubrique 25 (Mention des droits).

Plutôt que de renvoyer à l'Annexe 62-104A1, nous recommandons l'élaboration d'indications établissant une liste adaptée et dûment restreinte des éléments d'information importants dans le contexte d'une offre d'achat restreinte, en s'inspirant en partie des suggestions existantes dans l'AP 61-301 et des lignes directrices de la SEC. Voir également nos commentaires ci-dessus sous la rubrique « *Divers – Proposition d'ajout d'indications à l'IG 62-203 – Commentaires généraux – Offres d'achat restreintes* ».

Les indications proposées créent un déséquilibre disproportionné entre l'initiateur de l'offre et l'émetteur.

Les indications, telles qu'elles sont rédigées, sont asymétriques : elles prévoient toute une série d'attentes pour l'initiateur d'une offre d'achat restreinte, mais aucune pour l'émetteur visé par une offre d'achat. Par exemple, elles ne suggèrent pas que le conseil d'administration de la société cible devrait exprimer un avis sur l'offre, comme le conseil d'administration de toute société cible doit le faire par voie de circulaire des administrateurs dans le cadre d'une offre publique d'achat formelle. Nous ne suggérons pas qu'une obligation d'information semblable à celle relative à une circulaire des administrateurs soit justifiée pour une offre d'achat restreinte, puisqu'elle n'est, par définition, pas une offre publique d'achat. Nous encourageons toutefois les ACVM à équilibrer davantage les lignes directrices et à reconnaître de manière proportionnée le rôle de la société cible, y compris sa responsabilité envers ses actionnaires. Par exemple, des lignes directrices encourageant ou facilitant une réponse rapide de l'émetteur lorsque le conseil d'administration le juge approprié permettraient d'établir un cadre plus équilibré que celui qui impose tout le fardeau à l'initiateur.

Le délai de dépôt ne devrait pas être imposé.

Nous convenons qu'un délai minimal de dépôt d'au moins 35 jours peut constituer un point de référence approprié pour le « délai raisonnable » dont devraient disposer les porteurs de titres

pour examiner une offre d'achat restreinte, mais nous estimons aussi qu'il peut y avoir des cas où un délai plus court serait également acceptable en fonction du contexte, par exemple, une opération imminente ou un autre événement qui ne permet pas à l'initiateur d'une offre d'achat restreinte d'accorder un délai complet de dépôt de 35 jours. Cela dit, nous reconnaissons que ce délai de 35 jours correspond globalement à la période minimale d'une offre de 20 jours ouvrables pour les offres publiques d'achat aux États-Unis en vertu du *Regulation 14E*. Nous invitons toutefois les ACVM à préciser que ce point de référence est donné à titre d'exemple et non à titre normatif, et que la période appropriée pour une offre d'achat restreinte donnée peut être plus courte.

À la lumière des commentaires indiqués ci-dessus, nos recommandations concernant l'article 2.18 de l'IG 62-203 sont les suivantes :

- Les ACVM devraient mettre à jour et consolider (ou remplacer) l'AP 61-301. Plutôt que d'introduire une nouvelle ligne directrice autonome dans l'article 2.18 proposé de l'IG 62-203, nous recommandons que les ACVM profitent de cette occasion pour revoir, mettre à jour et, idéalement, remplacer l'AP 61-301 par des lignes directrices actualisées. Cet avis date de 1999 et énonce les éléments d'information que le personnel jugeait appropriés pour les offres d'achat restreintes à cette époque. L'adoption de l'article 2.18 proposé sans le concilier avec l'AP 61-301 laisserait les initiateurs, les émetteurs et les porteurs de titres, ainsi que leurs conseillers, face à deux sources de lignes directrices qui se chevauchent et sont en partie incompatibles, dont l'ancienneté, le caractère général et les priorités divergent; cette confusion est aggravée par des lignes directrices antérieures qui n'ont pas été publiées et qui sont fournies par les autorités canadiennes en valeurs mobilières, la décision d'intérêt public *Group Mach* sur les offres d'achat restreintes et par des décisions judiciaires antérieures. Par exemple, la définition d'une « offre d'achat restreinte » est incohérente entre les deux lignes directrices. L'AP 61-301 indique qu'une offre d'achat restreinte est une « offre diffusée sur une grande échelle qui vise à acheter les actions d'une société ouverte moyennant un prix inférieur au cours du marché » et qu'elle « ne vise en général qu'un pourcentage infime des actions en circulation d'une société ouverte et, dans tous les cas, beaucoup moins que 20 % de ces actions »; toutefois, l'article 2.18 de l'IG 62-203 ne précise pas que le prix offert doit être inférieur au cours du marché en vigueur. À notre avis, une déclaration unique, à jour et consolidée des attentes des ACVM dans un avis du personnel actualisé serait plus utile que la publication d'indications ponctuelles et permettrait d'éviter l'incertitude d'interprétation engendrée par la coexistence de plusieurs lignes directrices.
- Les ACVM devraient publier des lignes directrices claires sur les offres d'achat restreintes. Plutôt que de s'en remettre par défaut au régime des offres publiques d'achat, nous recommandons aux ACVM d'aborder la question directement et de cerner, avec un degré de précision raisonnable, les caractéristiques qui importent dans le contexte des offres d'achat restreintes. Cela reflèterait mieux le principe fondamental qu'une offre d'achat restreinte n'est pas une offre publique d'achat formelle et ne devrait pas être soumise aux mêmes normes.

Les lignes directrices devraient se concentrer sur ce qui est réellement important dans le contexte des offres d'achat restreintes. À notre avis, elles pourraient s'inspirer de l'approche plus concrète et plus pratique qui transparaît dans les lignes directrices de la

SEC concernant les offres d'achat restreintes². Parmi les questions que les ACVM pourraient envisager d'aborder plus particulièrement, on peut citer les suivantes :

- que l'offre ne soit pas structurée de manière coercitive;
- que tous les porteurs de titres de la catégorie à qui l'offre est faite, bénéficient d'un traitement égal et d'une contrepartie identique;
- que l'information relative à l'offre soit communiquée de manière adéquate, ainsi que tout changement important y afférent, par des moyens raisonnablement conçus pour atteindre les porteurs de titres concernés, y compris au minimum le dépôt de l'offre sur SEDAR+ ainsi qu'une diffusion par voie de communiqué de presse ou par annonce publicitaire, au lieu d'une simple remise de l'information pertinente à un dépositaire ou de l'affichage d'un avis sur un site Web;
- que la communication de l'information importante pertinente à la prise de décision de dépôt de titres dans le cadre d'une offre d'achat restreinte soit claire et bien mise en évidence, notamment le principal marché de négociation et le cours en vigueur des titres; le prix offert et, lorsque l'offre est à escompte, une déclaration évidente à cet effet; un calcul clair du prix net que le porteur de titres recevra après déduction de tous frais, commissions, déductions ou rajustements; l'existence ou l'absence de droits de retrait et la procédure à suivre pour les exercer; si les titres déposés seront pris en livraison au prorata en cas de sursouscription de l'offre; et l'identité de l'initiateur ainsi que sa capacité financière à payer les titres;
- que toute condition liée à l'offre repose sur des critères objectifs indépendants de la volonté de l'initiateur, de sorte que celui-ci ne puisse pas mettre fin à l'offre, la modifier ou la prolonger à sa guise;
- qu'une offre d'achat restreinte ne puisse être assujettie à une condition de financement, et que **l'initiateur révèle la source des fonds nécessaires à la réalisation de l'offre** ainsi que sa capacité à les fournir.

Une telle approche offrirait des lignes directrices claires et applicables, réduirait l'incertitude, ciblerait les abus précis qui ont par le passé suscité des préoccupations sur le plan de la réglementation, et ce, d'une manière proportionnée à la nature d'une offre d'achat restreinte.

v) Délai de Règlement

Nous estimons que les Projets de modification des règlements concernant la réduction des délais de Règlement se heurtent à de réels obstacles pratiques et juridiques; par conséquent, nous ne soutenons pas les Projets de modification des instructions générales à cet égard, pour les raisons suivantes :

- Traitement par le dépositaire. Les dépositaires qui effectuent des opérations sur titres personnalisées dans le cadre d'une offre d'achat doivent effectuer des vérifications et accomplir des démarches administratives bien plus poussées que celles requises pour le règlement d'une opération ordinaire. Le délai actuel de trois jours ouvrables tient compte de ces réalités pratiques; un délai d'un jour ouvrable (ou une norme du style

² Voir <https://www.sec.gov/rules-regulations/2000/07/commission-guidance-mini-tender-offers-limited-partnership-tender-offers>.

« rapidement » interprétée en ce sens) serait trop rigoureux et difficile à respecter de façon constante par les dépositaires sur le plan administratif.

- Porteurs inscrits situés à l'étranger. Bien que les progrès technologiques aient permis de rendre certains aspects du mécanisme de règlement des offres d'achat plus efficaces, des complexités administratives subsistent, notamment en ce qui concerne le traitement des paiements destinés aux porteurs inscrits situés à l'étranger.
- Mécanisme de l'avis de livraison garantie. Le processus de livraison garantie prévoit la remise des documents proprement dits dans un délai déterminé (généralement jusqu'à trois jours ouvrables après l'expiration d'une offre d'achat). Un délai de paiement plus court est difficile à concilier avec ce calendrier et, en l'absence d'un mécanisme viable d'avis de livraison garantie, tous les porteurs de titres ne seraient pas en mesure de participer à une offre d'achat sur un pied d'égalité.

Bien que nous comprenions la position des ACVM visant à ramener le cycle de règlement des paiements liés aux offres d'achat à un jour ouvrable afin de l'harmoniser avec le cycle actuel de règlement des opérations sur titres, et que nous soyons conscients du souci des ACVM de garantir aux porteurs de titres la réception en temps opportun du paiement correspondant à leurs titres dans le cadre d'une offre d'achat, nous avons toutefois des réserves quant à la proposition de remplacer le terme « troisième jour ouvrable » par le terme « rapidement » en ce qui concerne le cycle de règlement prescrit pour une offre publique d'achat ou une offre publique de rachat. À notre avis, la proposition des ACVM visant à fournir des indications pour l'interprétation du terme « rapidement » conformément aux pratiques applicables aux opérations sur actions et sur titres de créance à long terme au Canada (c'est-à-dire un jour ouvrable à compter du 27 mai 2024) risque d'imposer une exigence trop rigoureuse et difficile à respecter sur le plan administratif aux acquéreurs et les dépositaires, et pourrait nuire aux porteurs inscrits qui souhaitent participer à une offre d'achat.

L'environnement réglementaire actuel tient compte des réalités pratiques auxquelles sont confrontés les dépositaires, dont le rôle dans la réalisation d'opérations sur titres sur mesure, notamment dans le cadre d'une offre publique d'achat, exige, pour le compte de l'acquéreur, des vérifications plus poussées et d'autres processus administratifs plus complexes que ceux requis pour des opérations plus courantes sur les marchés des capitaux. Nous soulignons en outre que c'est pour cette raison que le cycle de règlement plus large précisé dans le *Règlement 24-101 sur l'appariement et le règlement des opérations institutionnelles* n'a, par le passé, jamais été lié au processus de règlement des offres publiques d'achat et des offres publiques de rachat. Bien que les progrès technologiques aient permis de rendre certains aspects du mécanisme de règlement des offres d'achat plus efficaces, nous pensons que des complexités administratives subsistent, notamment en ce qui concerne le traitement des paiements destinés aux porteurs inscrits situés à l'étranger.

De plus, le délai de règlement des offres devrait être maintenu à trois jours ouvrables, compte tenu de la possibilité pour les porteurs de titres inscrits de participer à l'offre et du recours à un avis de livraison garantie. Pour les opérations sur titres en général, un porteur inscrit décide lui-même du moment et de la manière dont il vend ses titres inscrits, ce qui peut impliquer la dématérialisation d'un certificat sous forme électronique afin de respecter le cycle de règlement d'un jour ouvrable. L'avis de livraison garantie permet aux porteurs inscrits de s'engager à déposer leurs titres avant la date limite d'une offre, à condition qu'ils livrent les documents réels dans un délai précis (généralement jusqu'à 3 jours ouvrables après l'expiration de l'offre). Sans avis de livraison garantie, les porteurs de titres ne pourraient pas tous participer à l'offre, ce qui

pourrait être inéquitable. Tous les porteurs de titres doivent être traités équitablement et avoir une occasion raisonnable de participer à une offre. Si le délai de règlement était ramené à « rapidement » – ce qui serait probablement interprété comme un jour ouvrable selon les indications proposées – cela obligerait les porteurs de titres qui utilisent un avis de livraison garantie à prendre leurs décisions plus tôt dans le processus d'offre. En effet, pour pouvoir participer, ce porteur inscrit devrait éventuellement déposer ses titres en réponse à l'offre plus tôt que les autres porteurs de titres afin de permettre la remise des documents requis avant l'expiration de l'offre. Le fait de devoir prendre une telle décision avant les autres porteurs de titres pourrait s'avérer préjudiciable et injuste. À ce titre, il conviendrait de réexaminer la justification politique qui sous-tend ce changement.

En conséquence, nous ne sommes pas favorables à la réduction du délai de règlement suivant le processus de dépôt en réponse à une offre à un jour ouvrable, que ce soit directement ou par le remplacement proposé du terme « 3 jours ouvrables » par le terme « rapidement » (interprété, selon les indications proposées, comme conforme au cycle de règlement d'un jour ouvrable pour les opérations sur actions et titres de créance à long terme au Canada). Pris dans leur ensemble, les fardeaux et les obstacles susmentionnés risquent de porter préjudice aux porteurs inscrits qui souhaitent participer à une offre, c'est-à-dire précisément le groupe que la Proposition vise à avantager.

b) Questions particulières sur lesquelles les ACVM sollicitent des commentaires

Voir nos commentaires ci-dessus, dont plusieurs répondent aux questions particulières n° 21 et 22 soulevées pour commentaire dans la Proposition.

Nous serions heureux(es) de discuter de nos commentaires avec vous. Si nous pouvons vous être d'une quelconque aide, n'hésitez pas à communiquer avec l'une des personnes suivantes : Shea T. Small (ssmall@mccarthy.ca; 647 283-8424), Patrick Boucher (pboucher@mccarthy.ca; 514 397-4237), Robert Hansen (rhansen@mccarthy.ca; 416 601-8259), Jennifer F. Longhurst (jlonghurst@mccarthy.ca; 416 601-7764), Andrew Parker (aparker@mccarthy.ca; 416 601-7939) ou Samantha Pettinato (spettinato@mccarthy.ca; 416 601-7847) pour toute question concernant ce document.

Veuillez agréer nos salutations distinguées,

McCarthy Tétrault S.E.N.C.R.L., s.r.l.